

Д. Сорос

# Алхимия финансов

## ОТ АВТОРА

*Многие ознакомились с рукописью книги или некоторыми ее разделами на различных стадиях работы. Я не могу перечислить всех, их слишком много. Но я хотел бы поблагодарить всех за помощь и критику. Я благодарен Байрону Виену, "который особенно внимательно прочел и прокомментировал книгу на трех различных этапах ее подготовки, намного более внимательно, чем того требовали его обязанности. Особую благодарность мне следует принести Ан-тонио Фолья, который подготовил графики, иллюстрирующие ход эксперимента в реальном времени. Ларри Къярел-ло предоставил численные данные.*

*Я также хочу поблагодарить группу, которая внесла свой вклад в успехи Квантум Фонда в период проведения эксперимента: Билл Эрман, Гарри Гладштейн, Том Ларкин, Роберт Миллер, Стивен Окин, Джо Орофино, Стефан Плант, Аллан Рафаель и Анн Стайере.*

---

## Вступительное слово

Четыреста семьдесят три миллиона против одного. Таковы были шансы Джорджа Сороса на то, чтобы добиться инвестиционных показателей, которых ему удалось достичь в качестве менеджера Квантум Фонда в период с 1968 по 1993 гг.

Результат его инвестиционной деятельности является самым безукоризненным опровержением гипотезы случайных блужданий!

Подобно биржевикам, достигшим совершеннолетия в конце "сумасшедших семидесятых" и в восьмидесятых. *Алхимия финансов* была в чем-то революционной книгой. Помните, что это был период, когда в инвестиционной деятельности прочно держалась мода на индексирование и на следование за общим трендом. Это был период, когда технический анализ (изучение динамики цен как инструмент

прогнозирования) достиг своего расцвета. Биржевики моего поколения вооружались таблицами и компьютерными графиками, которые предсказывали будущее движение цен. Мы проводили день за днем перед экранами, загнипнотизированные их мерцанием и потоком постоянно меняющихся цифр в оглушающей какофонии информационных перегрузок. За возможным исключением волновой теории Эллиотта, интеллектуальный подход к пониманию хода социальных, политических и экономических событий был в значительной степени забыт и уступил стремлению попросту чувствовать себя участником все ускоряющегося процесса.

Для меня *Алхимия финансов* была подобна вспышке молнии. Она позволила мне значительно продвинуться вперед после небольшого отступления, прояснив события, которые казались чрезвычайно сложными и подавляющими. В период, когда в результате более чем исторических событий зарабатывались огромные средства, начиная с захвата рынка серебра компанией братьев Хант в 1979 г. и заканчивая выкупом компанией ККР контрольного пакета акций компании ЭрДжейЭр Набиско в 1989 г., теория рефлексивности, предложенная Соросом, явилась первой современной нетехнической попыткой описать и спрогнозировать динамическое взаимодействие между участниками процесса. В этом блеск этой книги. Она описывает динамику движения между моментами крайних оценок и периодами равновесия на рынке. Это особенно важно для среднего инвестора. Сколько раз нам удавалось в правильный момент сделать ставки на повышение вблизи нижней границы падения цен или вовремя поставить на понижение вблизи пикового момента в процессе крупного движения цен на рынке? Но наша возможность .сохранять эти ставки была слабой (как и наши доходы), поскольку нам не хватало понимания динамики крупномасштабных процессов движения цен. Сорос предлагает нам глубокий критический взгляд на эти процессы и таким образом позволяет нам обрести уверенность в наших вложениях. А это составляет 70% успеха любой кампании инвестирования.

Когда я вступаю в неизбежный период потерь, который является частью любого инвестора, я беру *Алхимию финансов* и перечитываю описание инвестиционных кампаний Сороса. Изучение того, как он справлялся с трудностями, является отличным руководством как прорвать замкнутый круг ошибочных привычек, в

которые время от времени попадает каждый инвестор. Успех заразителен. В этой книге приведены многочисленные примеры поведения биржевика на рынке, которые найдут многочисленных подражателей. Очень важно, что интеллект Сороса придает ему ту уверенность и силу убежденности, которые позволяют ему сохранять свои ставки даже в те периоды, когда они подвергаются испытаниям. В этом смысле *Алхимия финансов*, наряду с книгой Эдвина Лефевра "*Воспоминания биржевого брокера*", является руководством по ведению операций на рынке, имеющим непреходящую ценность. И здесь Сорос должен быть особенно осторожным! В фильме о второй мировой войне под названием "*Паттон*" в моем любимом эпизоде американский генерал Джордж С. Паттон проводит несколько недель, изучая работу своего немецкого противника фельдмаршала Эрвина Роммеля, а затем разбивает его в грандиозной танковой битве в Тунисе. Паттон наблюдает за ходом битвы со своего командного поста и, предчувствуя победу, рычит: "Роммель, ты потрясающий выродок! Я прочел твою книгу!"\*. Больше добавить нечего.

*Алхимия*, помимо всего прочего, прекрасно представляет экономическую и политическую историю последних лет. Начиная с невольного детального предсказания, за шесть лет до реальных событий, того, как будет разрешен кризис сбережений и займов в США (стр. 149) и заканчивая предсказанием кризиса фондового рынка в 1987 г., за два года до того (стр. 216), Сорос раскрывает себя как величайшего провидца нашего времени.

История, вероятно, запомнит Сороса как биржевого игрока, который ставил против Банка Англии в 1992 г. (и избавил Англию от депрессии). Миллиардный счет его успехов просто слишком значителен, чтобы летописцы могли о нем умолчать. Сам Сорос, вероятно, хотел бы, чтобы о нем помнили как о великом экономисте или даже ученом. Но я запомню его за нечто намного более важное, что еще не получило должной оценки. Это человек, удивительно обеспокоенный состоянием условий жизни человечества и пытающийся их улучшить. Его многочисленные и значительные гуманитарные проекты делают его одним из величайших в истории филантропов. Даже сегодня, в возрасте 62-х лет, он активно следит за деятельностью своих шести фондов и, проявляя энергию и специфическую трудовую этику младотурка\*\*, прокладывает себе путь к вершинам финансовой

лестницы, отдает делу по 18 часов в день и перемещается по всей планете, работая над своими проектами. Это не значит, что он просто подписывает чеки, на что способен любой состоятельный человек. Он настоящий "трудоголик", который реально влияет на качество жизни людей, к которым судьба была не столь благосклонна. И знаете, — это признак величия.

*Пол Тюдор Джоунс Второй*

---

\* Patton, 20th Century Fox; E.Rommel, The Tank in the Attack. — *Прим. ред.*

\*\* Young turk — младотурок: член политического движения в Турции начала XX в., стремившегося к радикальному изменению цивилизационной фазы.

---

## ПРЕДИСЛОВИЕ

С момента первой публикации *Алхимии финансов* прошло семь лет, полных разнообразных событий. Мой инвестиционный фонд, Квантум Фонд, продолжал процветать: акционеры получали среднегодовой доход в объеме 35,8% в течение последних семи лет, невзирая на некоторые потери во время краха 1987 г. Квантум Фонд также положил начало многочисленным филиалам, и некоторые из них показывают даже лучшие результаты, чем курица, несущая золотые яйца. Начиная с 1989 г. мы решили распределять часть нашей прибыли между акционерами либо в форме наличности, либо акциями вновь созданных фондов. В результате мы сейчас управляем семью фондами, суммарный акционерный капитал которых превышает 10 млрд. долл.

Шаг за шагом я стал принимать все менее активное участие в управлении фондами. Мне повезло, так как благодаря *Алхимии финансов* я познакомился со Стенли Дракенмиллером. Он в это время управлял другим фондом и он нашел меня, поскольку моя книга его заинтриговала. Мы стали встречаться, и в итоге он присоединился к моей фирме. Сначала ему показалось нелегко работать со мной. Несмотря на то, что я наделил его значительными полномочиями, его стесняло мое присутствие и ему казалось, что результаты его деятельности хуже, чем до прихода в мою фирму. К счастью, я начал принимать все большее участие в революционном процессе, который привел к краху коммунистической системы. Я создавал сеть фондов в коммунистических странах и путешествовал по таким



местам, связь с которыми была весьма слабой. Летом 1989 г. я сказал Стену, что он должен принять на себя полную ответственность за управление фондом. С этого момента мы больше не испытывали трудностей.

Я стал тренером, а он — спортсменом. Результаты нашей деятельности улучшились, и мы вступили в период стабильного роста. Каждый год в течение последних трех лет мы отмечали рост более чем на 50%. Несмотря на то, что у нас и ранее было два похожих периода процветания, это можно считать исключительно успешным результатом, особенно принимая во внимание наши международные масштабы. Дракенмиллер не только хороший управляющий фондом, он также и хороший партнер. Под его руководством мы смогли увеличить и улучшить нашу команду менеджеров так, что сейчас она обладает наибольшей глубиной понимания за все время своей работы. Случилось так, что наградой за мою филантропическую деятельность стало процветание моего бизнеса.

Процветание позволило мне расширять сеть фондов с головокружительной быстротой.

Мое участие в крушении коммунизма — это иная история, о которой следует рассказать отдельно. Фактически я уже написал об этом две книги — *Открытие советской системы*, в 1990 г., и *Подписка на акции демократии*, в 1991 г. Здесь же необходимо заметить, что в своей филантропической деятельности в Восточной Европе я руководствовался той же философией, как и на финансовых рынках. Как читатель скоро увидит, я рассматриваю изменения на финансовых рынках как некий исторический процесс. Это делает мою теорию особенно приложимой и к такому историческому процессу, как крушение коммунизма. Я действительно применял мою теорию и это позволило мне предвосхищать события лучше, чем это в большинстве своем делали остальные. Я обнаружил, что существует значительное сходство между процессом типа подъем-спад, характерным для финансовых рынков, и подъемом и падением советской системы.

По иронии судьбы я стал популярным не благодаря моей деятельности в Восточной Европе, а вследствие прибылей, которые мы получили, играя на курсе фунта стерлингов, когда Великобритания вышла из Механизма Обменных Курсов 16 сентября 1992 г. В одно мгновение я стал знаменитостью, прежде всего в Великобритании, а затем и во всем остальном мире. Когда стало известно, что

группа фондов Квантум приобрела большой пакет акций Нью-монт Майнз, взлетели цены на золото. Хотя я и не выражал никакого мнения по поводу золота, мне приписывали самые разнообразные точки зрения. Я пытался их отрицать, но без всякого успеха. Хотя я не претендовал на статус гуру, я не мог не отреагировать, когда он был мне навязан. В действительности я даже приветствовал это, поскольку полагал, что это будет полезно и даст мне возможность высказывать свою точку зрения по политическим вопросам. Но это было не так-то просто. Когда я заявил, что политика высоких процентных ставок Бундесбанка начала становиться контрпродуктивной, рынок ответил резким давлением вниз на немецкую марку. Когда же я возражал против европейской политики в Боснии, меня либо игнорировали, либо мне советовали придерживаться той области, в которой я разбираюсь. Наихудшие результаты моя деятельность имела во Франции, где я воздержался от спекуляций против франка, поскольку не желал нести ответственность за крах остатков европейского механизма обменных курсов. Но вина за это все равно была возложена на меня. Правительство Франции отреагировало на мои рекомендации даже более негативно, чем оно реагировало бы на мою спекулятивную деятельность. Необходимо было показать, что спекулянты должны спекулировать и не раскрывать рта.

Моя репутация финансового гуру создала огромный спрос на *Алхимию финансов*, вот почему и выходит это новое издание. Я должен признать, что мой образ мыслей значительно изменился с тех пор, как я написал эту книгу, но сейчас меня занимают в основном исторические, а не финансовые процессы. Рамки этого предисловия не позволяют мне изложить свои идеи, для этого мне надо написать новую книгу. Я намереваюсь сделать это, как только позволит время, а здесь я должен сделать лишь одно важное теоретическое замечание, необходимое для того, чтобы привести эту книгу в соответствие с моим сегодняшним образом мыслей.

В *Алхимии финансов* я представил теорию рефлексивности так, словно она всегда может быть релевантной. Это верно в том смысле, что механизм двусторонней обратной связи, являющийся основным отличительным признаком рефлексивности, может вступить в действие в любое время, но он не может считаться действующим постоянно. В действительности же в большинстве ситуаций он является настолько слабым, что его без опасений можно игнорировать.

Следует различать условия, близкие к равновесным, когда определенные корректирующие механизмы предотвращают слишком разительное расхождение восприятия и реальности, и условия, далекие от равновесного состояния, когда действует рефлексивный механизм двойной обратной связи и тенденция к сближению восприятия и реальности не возникает, если не происходит значительных изменений в существующих условиях, то есть, изменения всего режима. В первом случае применима классическая экономическая теория и расхождения между восприятиями и реальностью можно игнорировать как чисто шумовой эффект. Во втором случае теория равновесия становится неприменимой, и мы сталкиваемся с однонаправленным историческим процессом, когда изменения как в восприятиях, так и в реальных условиях становятся необратимыми. Важно различать эти две различные ситуации, поскольку то, что нормально в одной из них, в другой нормальным не является.

Идея разграничения условий, близких к равновесным, и условий, далеких от равновесного состояния, представлена в *Алхимии финансов*. В конце первой главы я провел различие между обыденными и историческими изменениями, но я недооценил важность этого разграничения. Я назвал его тавтологическим. Теперь я считаю это ошибкой. Тавтология возникла лишь потому, что я не рассматривал этот вопрос достаточно глубоко и охватил этим словом то, что в действительности является фундаментальным различием в структуре событий.

В большинстве явлений, изучаемых с помощью научного метода, один набор условий следует за другим, независимо от чьих бы то ни было мыслей по этому поводу. Явления, изучаемые общественными науками, в том числе и деятельность финансовых рынков, имеют мыслящих участников, и это все усложняет. Как я пытался показать, взгляды участников по самой своей природе являются предвзятыми. Вместо прямой линии, ведущей от одного набора условий к другому, мы имеем постоянные переходы от объективных, поддающихся наблюдению, условий к наблюдениям участников, и наоборот: участники опираются при принятии решений не на объективные условия, а на свою интерпретацию этих условий. Это очень важный момент, имеющий далеко идущие последствия. Он вводит элемент неопределенности, который делает предмет исследования менее поддающимся тому типу обобщений, предсказаний и объяснений, которые и

помогли естественным наукам завоевать свою репутацию. Именно потому, что этот элемент неопределенности является настолько разрушительным, общественные науки в целом, и экономическая теория в частности, делали все возможное, чтобы исключить или проигнорировать его. Я взялся за решение этого вопроса во всей его сложности и попытался выработать альтернативный подход, который в качестве исходной точки принимает предпочтения участников.

Оглядываясь назад, я могу сказать, что сделал слишком сильное утверждение. Существует множество ситуаций, которые можно плодотворно изучать, даже если предпочтения участников считаются заданными, а элемент неопределенности, который они могут внести, игнорируется. Только в некотором отношении и при некоторых, особых, обстоятельствах неопределенность становится значимой. Она вступает в игру, когда ожидания относительно будущего хода событий оказывают влияние на поведение в данный момент, что и происходит на финансовых рынках. Но даже и в этом случае должен быть приведен в действие некоторый механизм для того, чтобы предпочтения участников оказали влияние не только на рыночные котировки, но и на так называемые фундаментальные условия, которые, как считается, определяют котировки рынка. Кажется, я недостаточно четко это сформулировал. Основная идея моей книги обычно формулируется фразой о том, что ценовые суждения участников всегда основаны на предпочтениях, а преобладающее предпочтение влияет на рыночные котировки. Если бы этим и ограничивалось все, что я хотел сказать, вряд ли стоило бы писать об этом книгу. Мое утверждение заключается в том, что существуют случаи, когда предпочтения влияют не только на рыночные котировки, но и на фундаментальные условия. Именно в этом случае рефлексивность приобретает весьма важное значение. Эта ситуация не постоянна во времени, но когда это происходит, рыночные котировки следуют по особому пути. Кроме того, они играют особую роль: не просто отражают фундаментальные условия, а сами становятся частью фундаментальных условий, которые формируют эволюцию цен. Это рекурсивное взаимоотношение делает эволюцию цен неопределенной, а так называемую равновесную цену — нерелевантной.

Никто не станет отрицать, что отдельные участники рыночного процесса действуют, опираясь на оценки, основанные на их предпочтениях; но расхожая



мудрость гласит, что предпочтениями участников можно пренебречь как временными отклонениями, так называемыми "случайными блужданиями". Но это — как раз то, с чем я не согласен. Я полагаю теперь, что это утверждение можно было бы сделать более четким, проведя разграничения между условиями, близкими к равновесным, и условиями, далекими от равновесных, чем предлагая общую теорию исторических процессов, основанную на постоянном перекрестном взаимодействии между восприятиями и реальностью, как я сделал это в Алхимии финансов. Это не значит, что общая теория неверна; это значит лишь то, что понятие рефлексивности становится более значимым, если его приберечь для тех случаев, когда в действие действительно вступает механизм двойной обратной связи.

Алхимия финансов посвящена именно таким случаям. Наиболее очевидным примером является привлечение дополнительного акционерного капитала, когда временная завышенная оценка акций конвертируется в прибыльность на акцию путем эмиссии акций по завышенным ценам. В большинстве описываемых случаев предпочтения участников содержат в себе реальные ошибки в мышлении. Например, в конце 1970-х гг. международные банки предоставили слишком крупные займы развивающимся странам, поскольку они не смогли осознать, что коэффициенты покрытия задолженностей\*, которые они использовали для оценки кредитоспособности стран-должников, были рефлексивными, в том смысле, что они подвергались воздействию со стороны их собственной деятельности по предоставлению займов. Но предпочтения не обязательно включают реальные ошибки. Как я показываю в третьей главе, система свободно плавающих обменных курсов является нестабильной по своей природе вследствие влияния спекуляций, следующих за трендом рынка, хотя биржевые игроки, следуя за трендом, выбирают правильную стратегию.

Судя по реакции общественности — в основном это комментарии журналистов, прочитавших книгу поверхностно или не читавших ее вообще — я не достиг успеха в демонстрации важности концепции рефлексивности. Кажется, что была воспринята только часть моего утверждения — о том, что превалирующее предпочтение влияет на рыночные котировки. Вторая часть — о том, что превалирующее предпочтение может при определенных условиях влиять также и на "фундаментальные условия", а изменение рыночных котировок вызывает дальнейшие изменения рыночных котировок — кажется, прошла незамеченной.

Вина за это, по меньшей мере частично, ложится на меня. Поскольку рефлексивность изменяет структуру событий, я попытался представить рефлексивную структуру как универсально верный способ описания эволюции рыночных котировок — своего рода общая теория а ля Кейне\*\*, в которой отсутствие рефлексивности составляет особый случай. Было бы лучше самому рефлексивность представить в качестве особого случая, поскольку значимость рефлексивности придает именно тот факт, что она действует лишь периодически.

\* Debt ratio (англ.) — отношение заемных средств к собственным; отношение долг/капитал, где "капитал" может пониматься как суммарные активы или, более узко, как акционерный капитал. Термин "коэффициент покрытия" не является общепринятым. Финансовая терминология в книге выверялась по трем словарям: Б.Г.Федорова, Е.Г.Коваленко и ЮД.Терехова, а также по некоторым другим источникам. — *Прим.ред.*

\*\* Кейнс Джон Мейнард (1883—1946) — крупнейший английский экономист, оставивший заметный след во многих разделах экономики. Один из основателей Бреттонвудской системы. Последняя книга — *Общая теория занятости, процента и капитала* (1936). Полное собрание сочинений Кейнса в 29 томах издано Королевским Экономическим Обществом (1971-1979). - *Прим. ред.*

---

Как только понимание значимости рефлексивности проникнет в умы и будет осознана неадекватность расхожей точки зрения, настанет время предложить общую теорию рефлексивности. У меня есть оправдание. Я не вывел рефлексивность из наблюдений за финансовыми рынками, а разработал концепцию рефлексивности как абстрактную философскую идею до того, как я начал свою деятельность на финансовых рынках. Иными словами, я потерпел неудачу в философских спекуляциях прежде, чем преуспел в финансовых. Очевидно, моя неудачная карьера философа оказала свое влияние на эту книгу, поскольку я не сделав понятие рефлексивности — которое можно пронаблюдать и пре вернуть в прибыль — настолько ясным, насколько оно может быть. Когда человек открывает что-то новое, вполне понятно, что он склонен преувеличивать важность своего открытия. Именно это я и сделал с рефлексивностью. Предлагая общую теорию рефлексивности, я, вероятно, зашел слишком далеко и двигался слишком быстро. Я

утверждал, что экономическая теория является неверной, а общественные науки представляют собой лишь ложную метафору. Это преувеличение. Поскольку условия, далекие от равновесного состояния, возникают лишь периодически, экономическая теория лишь периодически становится ложной, и разграничительная линия между естественными и общественными науками является не настолько жесткой и не настолько прямолинейной, как я это представил в процессе написания этой книги. Эти ограничения скорее увеличивают значимость рефлексивности, чем уменьшают ее.

После того, как концепция рефлексивности определена, представляется, что спектр ее приложений расширяется. Можно рассматривать эволюцию цен на всех финансовых рынках в совокупности как рефлексивный исторический процесс. Я сделал это в *Алхимии финансов*, когда анализировал Рейгановский Имперский Круг, а после публикации этой книги я нашел другие примеры, такие, как Германский Имперский Круг, возникший после падения Берлинской стены (лекция, прочитанная 29 сентября 1993 г. и озаглавленная: "*Перспективы европейской дезинтеграции*"). Но есть и опасность зайти слишком далеко в использовании концепции рефлексивности, в чем я убедился за свой собственный счет. Существуют продолжительные непродуктивные в этом плане периоды, когда события на финансовых рынках следуют не рефлексивной модели, а скорее напоминают "случайные блуждания", предписываемые теорией эффективного рынка. В таких случаях лучше ничего не предпринимать, чем следовать гипотезе рефлексивности. Рассмотрение рефлексивности как периодически возникающего явления, а не универсального условия, создает плодотворную почву для исследований. Например, возникает следующий вопрос: как разграничить условия, близкие к равновесным, и условия, далекие от равновесного состояния? Каков критерий разграничения? Я долго думал над этим вопросом и, кажется, я начинаю находить ответ на него. Смогу ли я ответить на этот вопрос должным образом — будет видно из моей следующей книги. Она касается вопроса о ценностях и имеет отношение к обществу в целом, а не только лишь к финансовым рынкам. Моя следующая книга, если она когда-нибудь будет написана, будет посвящена теории истории, а не теории финансов. Я даю пример того, как модель подъем-спад, свойственная поведению финансовых рынков, может быть применена по

отношению к более крупным историческим процессам (лекция "*Перспективы европейской дезинтеграции*").

---

## ВВЕДЕНИЕ

В определенном смысле эта книга является трудом всей моей жизни. Она касается многих вопросов, представляющих для меня непреходящий интерес, и объединяет в себе два основных направления моего интеллектуального развития: одно — абстрактное, а другое — практическое.

Абстрактное возникло первым. Как только я осознал сам факт своего существования, я начал испытывать страстное желание понять его и я рассматривал понимание самого себя как центральную проблему, которую требовалось понять. Познать себя — *gnote aucton, nosce te ipsum*\* — неразрешимая задача. Чтобы получить нечто похожее на знание, мы должны провести четкое различие между субъектом и объектом исследования; однако в данном случае они совпадают. Мысли человека являются частью того, о чем он размышляет; следовательно, человеку не хватает независимой точки отсчета, с которой он мог бы произвести оценку, — ему не хватает объективности.

В колледже я изучал экономику. Но я нашел экономическую теорию весьма неудовлетворительной, поскольку она не могла проникнуть в существо этой проблемы; более того, она судорожно старалась всячески обойти ее. Экономика стремится стать наукой. Считается, что наука объективна, но научного подхода трудно придерживаться, когда субъекту исследования — участнику экономического процесса — не хватает объективности.

В то время я находился под сильным влиянием идей Карла Поппера о том, что должен представлять собой научный метод. Я был согласен с большинством его взглядов, за одним значительным исключением. Он выступал в защиту того, что называл "единством метода" — утверждение о том, что методы и критерии, которые применимы к изучению явлений природы, также применимы и к изучению событий общественной жизни. Я чувствовал, что между ними существует фундаментальное различие. В событиях, изучаемых общественными науками, действуют мыслящие участники; в явлениях природы таковых нет. Мышление участников создает проблемы, не имеющие аналога в естественных науках.

Ближайшую аналогию можно найти в области квантовой физики, где научное наблюдение приводит к принципу неопределенности Гейзенберга; но в событиях общественной жизни именно мышление участников отвечает за элемент неопределенности, а не вмешательство внешнего наблюдателя.

Естественные науки изучают события, которые состоят из последовательности фактов. Когда в событиях действуют мыслящие участники, предмет исследования больше не ограничивается фактами, но включает также и восприятия участников. Причинно-следственная связь не ведет напрямую от факта к факту, а проходит от факта к восприятию и от восприятия к факту. Это не создавало бы непреодолимых трудностей, если бы существовало некое соответствие, или эквивалентность, между фактами и восприятиями. К сожалению, это невозможно, поскольку восприятия участников соотносятся не с фактами, а с ситуацией, которая зависит от их собственных восприятий и, следовательно, не может трактоваться как факт. Экономическая теория пытается обойти этот вопрос, вводя предположение о рациональном поведении. Считается, что люди действуют, выбирая лучшую из возможных альтернатив. Но различие между восприятиями альтернатив и фактами почему-то не принимается во внимание. Результатом служит очень элегантная теоретическая конструкция, которая напоминает естественные науки, но не напоминает реальность. Она относится к идеальному миру, в котором участники действуют на основе совершенного знания, и приводит к теоретическому равновесию, в котором распределение ресурсов является оптимальным. Она имеет лишь слабое отношение к реальному миру, в котором люди действуют на основе несовершенного понимания, а равновесие недостижимо.

Взаимоотношение между пониманием участников и ситуацией, в которой они участвуют, долго продолжало занимать меня после того, как я закончил колледж. В первую очередь мне надо было заработать себе на жизнь, но в свободное время я написал философский трактат на эту тему с примечательным заглавием *"Время сознания"*. К сожалению, название было лучшей его частью. К тому моменту, когда я закончил работу, я был не согласен со своей собственной позицией. Я потратил три года на пересмотр этой работы. Однажды я перечитал то, что написал накануне, и не смог ничего понять. Это заставило меня осознать, что я зашел в

тупик, и я решил оставить эту работу. Это случилось как раз тогда, когда в моем интеллектуальном развитии стала доминировать практическая жилка.

Если бы мне потребовалось кратко сформулировать, каковы мои практические навыки, я использовал бы одно слово: выживание. Когда я был еще подростком, вторая мировая война преподала мне урок, которого я никогда не забуду. Судьба подарила мне отца, который имел большой опыт в искусстве выживания, бежав из плена и пережив русскую революцию. Под его руководством в моем нежном возрасте вторая мировая война послужила курсом повышенной трудности. Как читатель увидит позднее, инвестиционный механизм, который я создал четверть века спустя, в значительной степени опирается на те навыки, которые я приобрел, будучи подростком.

После окончания колледжа у меня было несколько фальстартов, и в итоге я стал международным арбитражным торговцем акциями, сначала в Лондоне, а затем в Нью-Йорке. Когда в 1957 г. был сформирован Европейский Общий рынок, американские инвесторы заинтересовались европейскими акциями, и я стал аналитиком по ценным бумагам, давая рекомендации американским институтам по поводу их европейских вложений. В течение короткого периода времени я правил, как одноглазый король среди слепых. Мое процветание резко оборвалось, когда президент Кеннеди ввел так называемый "налог по выравниванию процентов", который фактически остановил покупку иностранных ценных бумаг. Я решил переставить свое делание денег на заднюю горелку и провел три года, с 1963 по 1966, пересматривая свою работу *"Время сознания"*.

Когда же в итоге я решил вернуться с небес на землю, я начал с образцового портфеля вложений с пониженным риском, который в 1969 г. превратился в хеджевый фонд (фонд взаимных вложений, который использует леввередж — привлечение заемных средств — и различные методы хеджирования). Начиная с этого момента я руководил деятельностью фонда, хотя в период между сентябрем 1981 г. и сентябрем 1984 г. я делегировал большую часть своих полномочий. Фонд вырос с приблизительно 4 млн. долл., которыми он владел в начале своей деятельности, до примерно 2 млрд. долл., и большая часть этого роста генерирована изнутри. Инвесторы-учредители могли видеть, как стоимость их

акций выросла в 300 раз. Ни один инвестиционный фонд никогда не демонстрировал сравнимых результатов.

В первые десять лет моей деловой карьеры я не находил особого применения тому, что мне удалось узнать в колледже, и существовало почти полное разделение между моей практической деятельностью и моими теоретическими интересами. Покупка и продажа ценных бумаг были игрой, в которую я играл, не вкладывая в это всей своей личности.

Все это изменилось, когда я стал управляющим фондом. Я полностью зависел от своих решений по размещению средств и не мог отделять себя от своих инвестиционных решений. Я должен был использовать все свои интеллектуальные возможности и с великим изумлением и удовлетворением обнаружил, что мои абстрактные идеи могут пригодиться. Было бы преувеличением сказать, что они определили мой успех; но не может быть никаких сомнений в том, что именно они дали мне преимущество.

Я разработал свой особый подход к инвестициям, который находился в противоречии с расхожей мудростью. Общепринятый взгляд состоит в том, что рынок всегда прав — рыночные цены стремятся правильно компенсировать будущие изменения, даже когда неясно, что же будут представлять собой эти изменения. Я начал с противоположной точки зрения. Я считаю, что рыночные цены всегда неверны в том смысле, что они отражают взгляд на будущее, основанный на предпочтениях. Но искажение работает в обоих направлениях: не только участники рыночного процесса действуют на основе своих предпочтений, но также и их предпочтения влияют на ход событий. Это может создать впечатление, что рынки верно предчувствуют будущие изменения, но на самом деле не ожидания отвечают будущему ходу событий, а будущие события формируются этими ожиданиями. Восприятия участников по самой своей природе содержат ошибку, и существует двусторонняя связь — связь между ошибочными восприятиями и действительным ходом событий, — результатом которой является отсутствие соответствия между ними. Я называю эту двустороннюю связь рефлексивностью.

В ходе своей инвестиционной деятельности я обнаружил, что финансовые рынки следуют принципу, который несколько родствен научному методу: процесс

принятия решения об инвестициях похож на формулирование научной гипотезы и представление ее на практическое испытание. Основное различие здесь в том, что гипотеза, на которой основаны решения об инвестициях, должна принести прибыль, а не установить универсально верную закономерность. Обе эти операции связаны со значительным риском и в обоих случаях успех приносит соответствующее вознаграждение — материальное в одном случае, научное — в другом. Придерживаясь этой точки зрения, можно рассматривать финансовые рынки в качестве лаборатории для испытания гипотез, хотя и не строго научных. Истина в том, что успешная инвестиционная деятельность является своего рода алхимией.

Большинство участников рыночного процесса не рассматривают рынки в таком свете. Это значит, что они не знают, какие гипотезы тестируются; это также значит, что большинство гипотез, представляемых на рыночное тестирование, довольно банальны. Обычно это не более чем утверждения о том, что какие-либо акции могут превысить средний рыночный уровень.

Я имел определенное преимущество перед другими инвесторами, поскольку у меня, по крайней мере, была какая-то идея о том, как функционируют финансовые рынки. Однако я солгал бы, если бы стал утверждать, что я всегда формулирую стоящую гипотезу на основе своих теоретических построений. Иногда невозможно было зафиксировать какой-либо рефлексивный процесс; иногда мне не удавалось его обнаружить; и, в наиболее досадных случаях, иногда я неверно этот процесс определял. Так или иначе, часто я делал вложения, не имея стоящей гипотезы, и моя деятельность не сильно отличалась от того, что называют "случайным блужданием". Но я был настроен на рефлексивные процессы на финансовых рынках, и мои основные успехи возникли в результате использования тех возможностей, которые они предоставляли.

Мой подход к рынку был не столь абстрактным, как кажется. Он принял высоко личную, эмоциональную форму: тестирование ассоциировалось с болью, а успех — с избавлением от нее. Когда я утверждаю, что "рынок всегда основывается на предпочтениях", я выражаю свое глубоко прочувствованное отношение: я слишком мало верю в прозорливость профессиональных инвесторов;



чем крупнее пост, который они занимают, тем менее я считаю их способными принимать правильные решения. Мы с моим партнером испытывали злорадное удовлетворение, получая прибыли путем ставок на понижение акций, которые были институциональными фаворитами, но наше отношение к нашей собственной деятельности было различным. Он считал ошибочными лишь взгляды других участников, в то время как я полагал, что мы можем ошибаться столь же легко, как и все остальные. Мое самокритичное отношение хорошо отвечало допущению, что ошибки внутренне присущи всем нашим восприятиям.

Управление хеджевым фондом дало мне возможность полностью проявить свои способности к выживанию. Использование ле-вереджа<sup>1</sup> может принести чрезвычайно высокие результаты в случае удачи, но если события не будут отвечать вашим ожиданиям, это может выбросить вас из игры. Здесь наиболее трудным является решение о том, какой уровень риска безопасен. Универсальных мерок здесь нет: каждая ситуация должна оцениваться отдельно. В окончательных оценках следует опираться на свой инстинкт самосохранения. Таким образом, мои обязанности по управлению хеджевым фондом совместили мои абстрактные интересы с моими практическими навыками.

У меня нет какого-то особого набора правил, следуя которому я веду игру на финансовых рынках; я был всегда более заинтересован в том, чтобы понять изменения, которые происходят в правилах игры. Я начал с гипотез, касающихся индивидуальных компаний; с течением времени мои интересы значительно отклонились в направлении макроэкономических вопросов. Это отчасти произошло благодаря росту фонда, а отчасти — вследствие нестабильности макроэкономического окружения. Например, до 1973 г. обменные курсы были фиксированными; впоследствии они стали плодотворной областью для биржевой игры.

В течение последних четырех-пяти лет у меня все более нарастало ощущение нависшей финансовой катастрофы. Я чувствовал, что долгосрочный цикл роста становится все более нестабильным и не поддающимся сохранению и что мы все более приближаемся к периоду спада. Это убеждение стало одной из причин того, что в 1981 г. мне пришлось отойти от активного управления фондом и сократить общий риск потенциальных убытков. Мои интересы сместились от моего

собственного выживания к выживанию всей системы. Я провел исследование проблемы международных задолженностей и опубликовал несколько работ на эту тему. Я использовал ту же теоретическую систему, что и в своей инвестиционной деятельности, и мои исследования не остались без вознаграждения. К сожалению, чем сложнее система, тем больше в ней простора для ошибок. В своем анализе я допустил несколько ошибок, которые уменьшили точность моих прогнозов; они отрицательно сказывались и на результатах моей инвестиционной деятельности, пока я не пересмотрел свои взгляды в процессе работы над этой книгой.

Чем успешнее я использовал свои идеи на финансовых рынках тем острее становилось мое желание выразить их в теоретической форме. Я продолжал лелеять идею о том, что концепция рефлексивности является важнейшим вкладом в понимание мира, в котором мы живем. Я полагал, что предпочтения участников являются ключом к пониманию всех исторических процессов, в которых действуют мыслящие участники, точно так же как генетические мутации являются ключом к пониманию биологической эволюции. Но удовлетворительная формулировка теории рефлексивности по-прежнему ускользала от меня. Я всегда сталкивался с трудностями, когда пытался определить, что же я имел в виду под "несовершенным пониманием участников". Чтобы аккуратно определить степень искажения, нам необходимо знать, какой была бы ситуация, если бы она не была искажена восприятиями участников. К сожалению, это вряд ли возможно, поскольку мышление участников является неотъемлемой частью ситуации, о которой они должны размышлять. Неудивительно, что концепция рефлексивности должна создавать огромные трудности; если бы с этой концепцией было проще работать, экономисты и другие ученые — специалисты по общественным наукам не затрачивали бы стольких усилий, чтобы изгнать ее из предмета своего исследования.

Эта книга является заключительной попыткой изучить последствия рефлексивности. Я попытался избежать трудностей, с которыми я сталкивался в прошлом, используя противоположный подход к предмету. Вместо того, чтобы увязать в трясине абстрактной теории, я собираюсь как можно больше внимания уделить описанию результатов своих практических экспериментов. Я не могу совсем исключить обсуждение абстрактных вопросов, но ограничил это одной

главой. Исследуя практические последствия, я начинаю с наиболее простых случаев и постепенно продвигаюсь к более сложным. Случилось так, что этот подход совпал с хронологическим порядком, в котором я на практике столкнулся с рефлексивными процессами: сначала фондовый рынок, затем валютный рынок, затем проблема международных задолженностей, и в заключение — то, что может быть названо кредитным циклом.

Фондовый рынок предоставляет несколько примеров, наиболее четко отвечающих модели подъем-спад; свободно плавающие обменные курсы валют позволяют мне исследовать отчетливые волнообразные модели хода событий. **Подъем и спад** в международных займах являются частью более сложного исторического процесса расширения и последующего сокращения объемов кредитования. Этот процесс положил начало конфигурации, которую я назвал "Рейгановским Имперским Кругом". Эта конфигурация превалировала с момента возникновения международного долгового кризиса в 1982 г. до первой половины 1985 г., но по своей природе она была нестабильной. Как эта нестабильность может разрешиться — один из основных вопросов, рассматриваемых в данной книге.

Экспериментальный подход принес неожиданные результаты. В процессе написания этой книги я сделал два основных открытия: одно заключается в том, что существует рефлексивная связь между кредитом и залогом; второе — в том, что существует рефлексивное взаимоотношение между регулируемыми органами и экономикой, которую они регулируют.

Давно утвердилась точка зрения, гласящая, что денежные стоимости являются пассивным отражением состояния дел в реальном мире. Классическая экономика сосредоточивалась на реальном мире и пренебрегала проблемами, связанными с деньгами и кредитом; даже Кейнс представил свою общую теорию в терминах реального мира. Монетаристы стремились поставить взаимосвязи с ног на голову: они утверждали, что можно контролировать инфляцию, контролируя рост объемов денежной массы.

По-моему, все эти взгляды основаны на фундаментально неверных концепциях. Денежные стоимости не являются простым отражением состояния дел в реальном мире; оценивание является позитивным актом, который оказывает влияние на ход событий. Денежные и реальные явления рефлексивным образом взаимосвязаны; то

есть они взаимно влияют друг на друга. Рефлексивные взаимоотношения проявляют себя наиболее четко при использовании кредита или при злоупотреблении им.

Займы основаны на оценке заимодавцем способности заемщика производить выплаты по обслуживанию своего долга. Оценка залога считается независимой от акта предоставления займа, но в действительности акт предоставления займа может повлиять на стоимость залога. Это верно и в конкретных случаях, и для экономики в целом. Рост кредитования стимулирует экономику и увеличивает стоимость залогового обеспечения; выплаты и сокращение объемов кредитования оказывают депрессивное влияние как на экономику, так и на оценку залогового обеспечения. Связь между кредитом и экономической деятельностью вовсе не является постоянной — например, результаты предоставления кредита на строительство новой фабрики в значительной степени отличны от последствий выделения кредита для выкупа контрольного пакета акций с использованием привлеченных средств. Это затрудняет количественное выражение взаимосвязи между кредитом и экономической деятельностью. Тем не менее было бы ошибочным ее игнорировать. Монетаристская школа поступила именно так, и последствия были ужасающими.

Рефлексивное взаимодействие между актом предоставления займа и оценкой залога привело меня к постулированию схемы в которой за периодом постепенного, медленно набирающего скорость роста кредитования следует короткий период резкого сокращения кредита — классическая последовательность подъем-спад. Но спад является сжатым во времени, поскольку попытки ликвидировать займы вызывают схлопывание стоимости залог».

Через всю экономическую историю красной нитью проходят подъемы и спады. Тем не менее концепция кредитного цикла является слишком упрощенной для объяснения хода событий. Прежде всего, связь между кредитом и экономической активностью является слишком нечеткой и изменчивой, чтобы позволить создать регулярную ее модель. С другой стороны, последовательность событий сильно усложняется под влиянием экономической политики. Периодические спады оказались настолько разрушительными, что были предприняты значительные усилия, чтобы их избежать. Эти усилия привели к эволюционированию системы

центральных банков и других механизмов, предназначенных для контроля кредитования и регулирования экономической активности.

Чтобы понять роль регулирующих органов, необходимо ого-знать, что они также являются участниками: их понимание по своей природе является несовершенным, а их действия приводят к непредвиденным последствиям. Взаимоотношение между регулируемыми органами и экономикой является рефлексивным; оно также проявляет циклические характеристики, в том смысле, что оно, как правило, колеблется от одной крайней точки к другой.

Какова же взаимосвязь между регуляторным и кредитным циклами? Здесь мои взгляды становятся в значительной степени пробными. Я считаю, что оба эти цикла широко перекрываются во времени, так что минимум ограничений имеет тенденцию совпада-ть с максимумом в расширении кредита, и наоборот. Но в пределах этого хронологического совпадения существует постоянное взаимодействие между этими двумя циклами, которое влияет на их форму и длительность. Взаимодействие между этими двумя циклами идет по уникальному пути, который не может быть подогнан ни под одну регулярную или повторяющуюся схему.

Я пытался применить эту сложную и в значительной степени пробную схему к интерпретации современной истории экономики и финансов. Само собой разумеется, что здесь действует намного больше факторов; но я сосредоточился на циклах-близнецах в кредитовании и регулировании. Основные темы, на которых я останавливаюсь, — это трансформация банковской системы из высокорегулируемой в менее регулируемую отрасль, подъем и спад в международных займах, мания слияния компаний и международное движение капитала.

До 1982 г. история довольно четко следовала модели подъем-спад, но после 1982 г. ситуация значительно усложнилась. Если бы событиям было позволено идти своим путем, неконтролируемый рост объемов кредитования в 1970-х гг. привел бы к катастрофическому концу; но именно потому, что последствия могли бы стать столь разрушительными, финансовые власти пришли на помощь и спада удалось успешно избежать. Начиная с этого момента мы плывем в неизведанных водах.

Великий подъем уже потерял свой импульс, но его жизнь была искусственно продлена для того, чтобы избежать великого спада.

Я пытаюсь проследить уникальный путь, по которому пошли события: сохранение накопившегося бремени безнадежных международных долгов путем введения того, что я назвал "коллективной системой кредитования", и принятие правительством США на себя роли "должника последней инстанции". Оба эти события являются беспрецедентными. Они положили начало той странной конструкции, которую я назвал Имперским Кругом: круг процветания в центре и порочный круг на периферии всемирной системы, основанной на сильном долларе, сильной экономике США, растущем бюджетном дефиците, растущем торговом дефиците и высоких реальных процентных ставках. Имперский Круг удерживал вместе различные элементы международной финансовой экономической системы, но он был внутренне нестабильным, поскольку сильный доллар и высокие реальные процентные ставки должны были перевесить стимулирующий эффект бюджетного дефицита и ослабить американскую экономику. Имперский Круг не может длиться до бесконечности. Что же случится дальше?

Чтобы ответить на этот вопрос, я провел эксперимент, начавшийся в августе 1985 г. На практике это выразилось в том, что я вел дневник, записывая в нем мысли, которым я следовал при принятии своих инвестиционных решений, и делал это по мере хода событий, т.е. в реальном времени. Поскольку я полагал, что будущее Имперского Круга чрезвычайно важно, эксперимент служил испытанием моей способности предсказывать будущий ход событий с использованием теоретических рамок, разработанных в этой книге. Эксперимент имел гигантский финансовый успех — мой фонд никогда не работал лучше. Но он привел также к неожиданному результату: я вышел из эксперимента с весьма изменившимися взглядами на будущее.

Я начал с предположения о том, что опасность заключается в возможности обратного поворота в развитии круга процветания:

слабый доллар и слабая экономика могли бы совместно поддерживать процентные ставки на более высоком уровне, чем требуется, и при отсутствии возможности дальнейшего денежно-кредитного или финансово-бюджетного стимулирования падение как экономики, так и доллара могло бы стать неудержимым. Но ситуация

вновь была исправлена благодаря вмешательству финансовых органов. Перейдя от системы свободно плавающих обменных курсов к "управляемому плаванию", удалось смягчить падение доллара, а благодаря более низким процентным ставкам и расцвету финансовых рынков удалось предотвратить сползание экономики в стадию депрессии. Мы вступили в новую фазу, которую я, лишь с некоторой долей иронии, описываю как "Золотой Век Капитализма."

Можно заметить, что в этой книге я стараюсь решить несколько задач сразу. Книга предлагает не только общую теорию — теорию рефлексивности, но также и другую весьма конкретную теорию — теорию кредитно-регуляторного цикла. Последняя идея является настолько пробной, что ее вряд ли можно назвать теорией. Тем не менее, я постараюсь применить ее не только для объяснения событий современной истории, но также и для предсказания последствий, и при этом я провожу практическую демонстрацию фундаментального различия между объяснением и прогнозированием рефлексивных явлений. Я пытаюсь также вывести несколько общих заключений из моего анализа. Наиболее важными являются, во-первых, утверждение о том, что значение имеет именно кредит, а не денежная масса (иными словами, что монетаризм является ложной идеологией), и, во-вторых, утверждение о том, что концепция общего равновесия не имеет отношения к реальности (иными словами, классическая экономика является пустым по содержанию упражнением). Финансовые рынки по своей природе нестабильны; это приводит к третьему **ВЫВОДУ**, который проще высказать как вопрос, а не как утверждение: какие меры в экономической политике необходимы для того, чтобы вернуть стабильность нашей экономической системе?

Книгу было бы легче читать, если бы в ней за один раз делалось лишь одно утверждение. К сожалению, это невозможно, поскольку различные аспекты являются взаимосвязанными. Если бы теория рефлексивности была широко известной, я мог бы принять ее как данную и сконцентрироваться на исследовании кредитного и регуляторного циклов. Точно так же, если бы тот факт, что кредитно-финансовым рынкам внутренне присуща нестабильность, был общепризнан, мне не потребовалось бы тратить так много времени на демонстрацию того, что концепция равновесия в том виде, в каком она используется экономической

теорией, является абсолютно нереалистичной. Как бы там ни было, но я должен попытаться рассматривать несколько вопросов более или менее одновременно. Еще более усложняет положение и тот факт, что данная книга не может считаться законченным произведением. Когда я начал писать ее, я думал, что уже имею теорию рефлексивности, которую хочу в ней представить, и что мои трудности относятся лишь к способу ее представления. Когда же я пытался применить эту теорию к различным ситуациям, я понял, что в действительности не имею хорошо сформированной теории. Идея о том, что предпочтения участников играют важную причинную роль в исторических событиях, является и истинной, и интересной, но она слишком общая, чтобы считаться теорией, которая могла бы помочь объяснять и предсказывать ход событий. Я установил, что схема подъем-спад приложима к некоторым развитиям событий и не приложима к остальным. Попытка втиснуть в нее любой процесс, который в своем начале является самоусиливающимся, а в конце самоуничтожающимся, может внести серьезные искажения. Я чувствую себя подобно первым астрономам, которые пытались описать эллиптический путь планет в терминах окружностей и полуокружностей; единственное различие заключается в том, что путь рефлексивных событий является с самого начала нерегулярным.

Я мечтал предложить общую теорию рефлексивности, которая объяснила бы великий спад 1980-х гг. в той же манере, в которой *Общая теория занятости, процента и капитала* Кейнса объясняла великую депрессию 1930-х гг. Как оказалось, у нас не было великого спада, а у меня нет общей теории. У меня есть лишь подход, который, видимо, помогает осветить настоящее опасное состояние нашей финансовой системы. Он не может объяснять и предсказывать ход событий тем способом, к которому мы привыкли за время нашего длительного романа с естественными науками, по той простой причине, что рефлексивные процессы не могут быть объяснены и предсказаны таким способом. Необходим иной подход и эта книга является попыткой его выработать. Ее лучше всего рассматривать как часть процесса открытия, а не как законченное изделие.

Все это делает книгу сложной и очень плотной, хотя я могу обещать читателю, что оставшаяся часть книги не будет столь же плотной, как введение. Я исследую сложный предмет. Мне пришлось приложить немалые умственные усилия, чтобы в



нем разобраться. Я могу утверждать в свою защиту, что сложность моих размышлений довольно хорошо отражает сложность финансовых рынков, что показали финансовые результаты моего эксперимента в реальном времени. Они представляют собой неопровержимое доказательство, требующее предоставления мне слова. Я попытаюсь не злоупотреблять этой привилегией.

Представляется полезным описать здесь общую структуру этой книги. Часть первая содержит теоретические положения. Глава 1 касается концепции рефлексивности в общих терминах и исследует трудности, возникающие в понимании рефлексивных явлений. В частности, она утверждает, что симметрия между объяснением и предсказанием, которой характеризуются законы естественных наук, недостижима. Следующие три главы применяют теорию к финансовым рынкам: глава 2 — к фондовому рынку, глава 3 — к валютному рынку, а глава 4 дает набросок кредитно-регуля-торного цикла.

Вторая часть книги стремится объяснить современную экономическую и финансовую историю, используя гипотезу, очерченную в главе 4. Описание, в силу необходимости, является избирательным и концентрируется вокруг тех событий, которые связаны с концепцией кредитно-регуляторного цикла. Моими основными темами являются банковская деятельность, предоставление международных займов и мания слияния компаний. Третья часть описывает эксперимент в реальном времени, который явился одновременно испытанием и прогнозом. В качестве испытания он не может считаться научным по стандартам естественных наук; но он может служить примером того, как можно тестировать теории, касающиеся рефлексивных процессов.

Четвертая часть оценивает результаты эксперимента в реальном времени. Глава 15 исследует, что же входит в понятие, которое я провокационно называю алхимией. Эксперимент в реальном времени может рассматриваться как упражнение в алхимии финансов. Глава 16 исследует ограничения, свойственные общественным наукам. Пятая часть пытается предоставить некоторые рецепты экономической политики. Глава 17 описывает относительные выгоды свободных и регулируемых рынков. Глава 18 содержит аргументы в пользу создания международного центрального банка. Поскольку как рыночный механизм, так и попытки регулировать его по своей природе содержат ошибки, можно предположить, что

все попытки системного реформирования обречены на провал. Я опровергаю эту точку зрения в главе 19.

В эпилоге я исследую следствия концепции рефлексивности за пределами финансовой сферы и в последнем полете фантазии я пытаюсь дать свои ответы на некоторые "вечные" метафизические вопросы. Поскольку мой образ мыслей эволюционировал в процессе написания этой книги, читателю может быть полезно узнать, когда были написаны различные ее главы. Работа над первой частью этой книги была завершена до того, как я начал эксперимент в реальном времени в августе 1985 г. Кроме того, главы 5—9, которые касаются недавней истории, предшествовали по времени главе 4, которая набрасывает концепцию кредитно-регуляторного цикла. Глава 4 включает в себя открытия, которые я сделал в процессе работы над книгой; именно поэтому она носит столь пробный характер. Я хотел бы подчеркнуть, что эта книга не может служить практическим руководством к тому, как разбогатеть, играя на фондовом рынке. Большая часть моих знаний представлена в книге, хотя бы в теоретической форме. Я не старался что-либо намеренно скрыть, но ход моих рассуждений представлен здесь в обратном направлении: я не пытаюсь объяснить, как использовать мой подход для получения прибылей; напротив, я использую свой опыт на финансовых рынках, чтобы разработать подход к изучению исторических процессов в общем и современного исторического момента — в частности. Если бы я не верил в то, что моя инвестиционная деятельность может служить этой цели, я не стал бы писать о ней. Пока я принимаю активное участие в деловых операциях, мне лучше было бы держать их в секрете, как профессиональную тайну. Но более чем любой успех в бизнесе, я ценю свой вклад в понимание мира, в котором мы живем, а еще более, — в сохранение экономической и политической системы, которая позволила мне, одному из ее участников, добиться успеха.

---

## **ЧАСТЬ ПЕРВАЯ. ТЕОРИЯ**

### **1. Теория рефлексивности**

#### *Антиравновесие*

Экономическая теория занимается изучением состояний равновесия. Концепция равновесия является весьма полезной. Она позволяет сосредоточиться на конечном

результате, а не на ведущем к нему процессе. Но эта концепция является также и очень обманчивой. Вокруг нее аура чего-то эмпирического: поскольку предполагается, что процесс взаимных корректировок ведет к равновесию, состояние равновесия как бы присутствует, неявно, во всех наших наблюдениях. Это не так. Равновесие как таковое редко наблюдается в реальной жизни — рыночные цены имеют злостную склонность к колебаниям. Считается, что процесс, который можно при этом наблюдать, стремится к состоянию равновесия. Почему же равновесия никогда не удается достичь? Действительно, участники рыночного процесса корректируют свои действия в зависимости от цен на рынке, но в то же время возможно, что они пытаются поразить цель, которая находится в постоянном движении. В этом случае термин "процесс корректировки", определяющий поведение участников, скорее всего, ошибочен, а теория равновесия не релевантна по отношению к реальному миру.

Равновесие есть продукт аксиоматической системы. Экономическая теория построена подобно логике или математике: она основана на определенных постулатах, и все заключения выводятся из них с помощью манипулирования по правилам логики. Возможность того, что состояние равновесия никогда не будет достигнуто, не должна нарушать стройности логической конструкции, но использование гипотетического равновесия в качестве модели реального мира вносит значительное искажение. Если бы в нашем мире сумма углов треугольника не равнялась 180 градусам, Евклидова геометрия представляла бы собой подобную ошибочную модель.

Коронным достижением аксиоматического подхода является теория совершенной конкуренции. Невзирая на то, что она была впервые предложена около двухсот лет назад, она ни разу не была превзойдена; усовершенствован был только метод анализа. Теория утверждает, что при некоторых, вполне определенных обстоятельствах неограниченное стремление к удовлетворению собственных интересов приводит к оптимальному распределению ресурсов. Точка равновесия достигается, когда уровень производства компании таков, что предельные затраты равны рыночной цене товара, а каждый потребитель при покупке получает такое количество товара, что его общая предельная "полезность" равна его рыночной цене. Исследования показывают, что состояние равновесия максимизирует выгоды

всех участников при условии, что ни один покупатель или продавец не может повлиять на рыночные цены. Именно этот способ рассуждения послужил теоретической основой для политики полной свободы действий — laissez faire\*, доминировавшей в девятнадцатом веке, а также служит основой современных представлений о "магической силе рынка".

Давайте рассмотрим основные постулаты, из которых исходит теория совершенной конкуренции. Среди них можно назвать следующие: полнота знания; однородные и делимые продукты; достаточно большое число участников, такое, что ни один из них не может повлиять на рыночные цены.

Постулат о полноте знания является весьма подозрительным, так как понимание ситуации ее участником не может рассматриваться как знание. Будучи студентом, именно этот постулат я нашел совершенно неприемлемым. Экономисты-классики, несомненно, использовали этот постулат именно в том значении, в котором я нашел его спорным, поскольку мыслители девятнадцатого века не так хорошо представляли себе границы человеческого знания, как мы представляем их сегодня. По мере того, как начали выходить на поверхность эпистемологические вопросы, сторонники теории нашли, что они могут обойти их, используя более скромное слово: информация. Постулатом теории в ее современной формулировке является просто полнота информации.

К сожалению, для сохранения стройности теории такой формулировки постулата все еще недостаточно. Чтобы скрыть этот изъян, современные экономисты использовали просто гениальный прием: они выдвинули утверждение о том, что кривые спроса и предложения должны считаться данными. Это утверждение не было представлено в качестве исходного постулата; оно было провозглашено на методологической основе. Утверждалось, что задачей экономики является изучение взаимосвязи между спросом и предложением, а не этих категорий как таковых. Спрос может быть подходящим предметом исследования для психологов, предложение может входить в компетенцию инженеров или ученых — специалистов по менеджменту; но обе эти категории находятся за пределами экономики<sup>2</sup>. Следовательно, они должны считаться данными.

В то же время, если мы перестанем задаваться вопросом о том, что же следует из того, что категории спроса и предложения считаются независимыми данными, становится очевидным, что введен новый постулат. Если это не так, то почему же речь идет именно об этих кривых? Мы имеем дело с постулатом под личиной методологического подхода. Считается, что решения о выборе из набора альтернатив принимаются участниками процесса на основе имеющейся у них шкалы приоритетов. Необсуждаемый постулат состоит здесь в том, что участники знают, каковы эти альтернативы и каковы их приоритеты.

Как я попытаюсь показать, этот постулат неприемлем. Конфигурации кривых спроса и предложения не могут считаться независимыми данными, так как обе эти категории включают в себя ожидания участников, касающиеся событий, которые, в свою очередь, обусловлены этими ожиданиями.

Нигде роль ожиданий не является столь очевидной, как на финансовом рынке. Решения о покупках и продажах принимаются на основе ожиданий цен в будущем, а эти цены, в свою очередь, зависят от принимаемых в настоящий момент решений о покупках или продажах. Обсуждение спроса и предложения как категорий, обусловленных тенденциями, независимыми от ожиданий участников рыночного процесса, приводит к значительным заблуждениям. Ситуация не является столь очевидной, если речь идет о товарно-сырьевом рынке, где предложение в значительной степени зависит от производства, а спрос — от потребления. В то же время цены, которые определяют производство и потребление, — не всегда цены текущего момента. Напротив, участники рыночного процесса с большей вероятностью руководствуются ценами, возможными в будущем, опираясь на цены фьючерсных рынков или на свои собственные ожидания. В любом случае неприемлемо считать кривые спроса и предложения независимыми данными, поскольку обе эти кривые объединяют ожидания участниками цен, возможных в будущем.

**Тем,** кто был воспитан на классической экономике, кажется абсурдной сама мысль о том, что события на рынке могут повлиять на форму кривых спроса и предложения. Считается, что кривые спроса и предложения определяют цены на рынке. Если бы они сами были подвержены влиянию рынка, отсутствовало бы основание для однозначного определения цен. Вместо равновесия нам достались

бы плавающие цены. Такое положение было бы крушением теории. Все выводы экономической теории утратили бы свое отношение к реальному миру.

Именно ради предотвращения подобного результата и был принят методологический подход, при котором кривые спроса и предложения считаются заранее заданными. В то же время есть доля обмана в использовании методологического подхода, призванного скрыть от нас предположение, которое, будучи высказанным, стало бы совершенно неприемлемым. Для того, чтобы сохранить целостность экономической теории как аксиоматической системы, необходимо открыто высказать ее постулаты. Мы можем прийти к заключению, что экономическая теория имеет к реальному миру такое же отношение, как и неевклидова геометрия, но, по крайней мере, мы будем знать, где мы находимся. Вместо этого мы обманываемся, поддаваясь на методологическую отговорку.

Кривые спроса и предложения представлены в учебниках так, словно они основаны на эмпирических доказательствах. Но едва ли существует доказательство независимости кривых спроса и предложения. Каждый, кто занимается операциями на рынке, где цены постоянно меняются, знает, что изменение ситуации на рынке оказывает весьма сильное влияние на участников операций. Рост цен привлекает покупателей, и наоборот. Как могли бы существовать подобные самоусиливающиеся тенденции, если бы кривые спроса и предложения не зависели от цен на рынке? Между тем, даже беглый взгляд на товарно-сырьевые, фондовые и валютные рынки подтверждает, что эти тенденции являются скорее правилом, чем исключением.

В защиту теории оптимальной конкуренции можно заявить, что тенденции, наблюдаемые на финансовых и на товарно-сырьевых рынках, являются лишь временными отклонениями, которые в более длительной перспективе сглаживаются под воздействием "фундаментальных" движущих сил спроса и предложения. Необходимо помнить о том, что теория оптимальной конкуренции не предоставляет описания процесса корректировки; она всего лишь анализирует ситуацию после того, как все корректировки уже произошли. Недостаток этого аргумента — в отсутствии гарантии того, что "фундаментальные" движущие силы откорректируют "спекулятивные" скачки. Точно так же вероятно и то, что

спекуляции изменяют условия спроса и предложения, считающиеся фундаментальными.

В случае нормального хода событий, спекулятивный взлет цен вызывает противодействующие ему силы: предложение растет, а спрос падает, и временный скачок сглаживается с течением времени. Но существуют и исключения.

Например, на валютном рынке устойчивое движение котировок валюты может оказаться самоподдерживающимся вследствие своего воздействия на уровень внутренних цен в стране. То же верно и в отношении фондового рынка, когда курсы акций могут во многих отношениях повлиять на позицию соответствующей компании. Рассматривая новейшую историю международных займов, мы также можем заметить, что предоставление займов в избыточном объеме сначала увеличивает кредитоспособность стран-должников, определяемую на основе их коэффициента покрытия задолженностей, а затем, когда наступает момент требования банками выплат, эта способность стран-должников испаряется. Вообще говоря, мы обнаружим, что расширение и сокращение объема кредитования может влиять на способность и желание должников возвращать задолженности.

Подтверждают ли эти исключения существующее правило, или же они делают необходимым пересмотр общепринятой теории? Ответ зависит от частоты их возникновения и от их серьезности. Если мы имеем дело лишь с единичным случаем, мы можем рассматривать его в качестве парадокса; но если один такой случай следует за другим, нам придется поставить под сомнение теорию.

Я настаиваю на том, что такое парадоксальное поведение является типичным для всех финансовых рынков, служащих механизмом дисконтирования возможных в будущем изменений. Такими в значительной степени являются рынки ценных бумаг, иностранной валюты, банковские операции и все формы кредитования. Микроэкономическая теория может по-прежнему игнорировать его, поскольку существуют значительные области экономической деятельности, в которых это поведение имеет место лишь от случая к случаю или же вообще отсутствует; однако не принимая это явление во внимание, мы не можем понять макроэкономических изменений. Мир плавающих обменных курсов и крупномасштабных перемещений капитала характеризуется кругами процветания и упадка, когда "нормальная" причинно-следственная связь событий, определенная

классической экономикой, кажется перевернутой: изменения на рынке вызывают эволюцию условий спроса и предложения, а не наоборот.

Если процесс корректировки не ведет к состоянию равновесия, что же происходит с итоговыми выводами экономической теории? Ответ следующий: в качестве теоретических выводов они остаются истинными, но они не релевантны по отношению к реальному миру. Если мы хотим понять положение дел в реальном мире, нам нужно отвлечь свое внимание от гипотетического конечного результата и сосредоточиться на процессе изменений, который мы можем наблюдать вокруг себя.

Это потребует радикальных сдвигов в нашем мышлении. Понять процесс изменений значительно труднее, чем статическое состояние равновесия. Нам придется пересмотреть многие из привычных представлений о том, какого уровня понимания можно достичь, и удовлетвориться заключениями, значительно менее определенными, чем те, которые пыталась представить экономическая теория.

### ***Проблема несовершенного понимания***

Понимание действительного хода событий, в отличие от гипотетического равновесия, ставит немало проблем, не получивших должной оценки. Причина их возникновения в том, что участники принимают решения на основе присущего им несовершенного понимания ситуации, в которой они участвуют. Следует рассмотреть две взаимосвязанные группы проблем: несовершенство понимания ситуации ее участниками и несовершенство понимания ситуации специалистом по общественным наукам. Ни в коем случае мы не должны их смешивать.

В этом разделе я постараюсь объяснить, почему пониманию участников присуще несовершенство. В следующем разделе мы рассмотрим вопрос о том, почему это несовершенство понимания создает трудности для общественных наук.

Несовершенство понимания ситуации ее участниками — концепция, которую трудно определить и с которой еще труднее работать. Я попытаюсь подойти к ней путем сравнения позиции участника ситуации с позицией ученого-естественника. (Я должен выбрать именно ученого-естественника, поскольку ученый — специалист по общественным наукам сталкивается с особыми проблемами, возникающими вследствие несовершенства понимания ситуации ее участниками. Эти проблемы мы рассмотрим в следующем разделе). Цель этого сравнения —



определить некий стандарт, по отношению к которому понимание участника может быть названо несовершенным. Сравнение это усложняется еще и тем, что понимание ученого-естественника также не является совершенным. Отнюдь нет. Как показал Карл Поппер<sup>3</sup>, один из основных постулатов научного метода гласит, что полнота знания недостижима. Ученые работают путем испытания правдоподобных гипотез и выдвижения новых. Если бы ученые не считали все полученные выводы временными и подлежащими дальнейшим уточнениям, естественные науки не могли бы достичь нынешнего состояния в своем развитии и не могли бы развиваться далее. Невзирая, однако, на несовершенство знания, полученного учеными-естественниками, оно выступает как стандарт, по отношению к которому понимание участников ситуации может быть названо несовершенным.

Ученые-естественники имеют одно значительное преимущество перед участниками: они работают с явлениями, которые возникают независимо от того, что о них говорят или думают. Явления находятся в одной вселенной, высказывания ученых — в другой. Явления, таким образом, служат независимым, объективным критерием, с помощью которого можно оценить истинность или действительность научных положений. Положения, отвечающие фактам, являются истинными; не отвечающие — ложными. Понимание фактов учеными может считаться знанием в той степени, в какой может быть установлено подобное соответствие. Здесь мы не будем углубляться в различные трудности, возникающие в процессе установления такого соответствия. Главное — ученые имеют в своем распоряжении объективный критерий.

Ситуация же, к которой относится понимание участников, напротив, не является объективно данной: она сопряжена с их собственными решениями. Она недостаточна, чтобы служить объективным критерием для определения истинности оценок участников. Она действительно предоставляет некоторые критерии: часть ожиданий подтверждается последующим ходом событий, тогда как остальные не подтверждаются. Но сам процесс подтверждения оставляет желать лучшего: невозможно с уверенностью сказать, ожидания ли отвечают последующему ходу событий, или же последующие события подтверждают ожидания. Строгое разделение умозаключений и событий, превалирующее в естественных науках,

здесь просто отсутствует. Мышление играет двоякую роль. С одной стороны, участники стремятся понять ситуацию, в которой они участвуют; с другой стороны, их понимание служит основой для принятия решений, которые влияют на ход событий. Эти две роли интерферируют друг с другом. По отдельности ни одна из них не может исполняться с тем же совершенством, как совместно. Если бы ход событий не зависел от решений участников, понимание ситуации участниками было бы равно пониманию событий ученым-естественником; и если бы участники могли основываться в своих решениях на знании, хотя бы и временном, результаты их деятельности имели бы больше шансов отвечать их намерениям. В действительности же участники действуют на основе несовершенного понимания, и ход событий несет на себе отпечаток этого несовершенства.

В более мягкой форме это отсутствие границы между предметом исследования и актом мышления может иметь место и в области естественных наук. Самый знаменитый пример относится к квантовой физике, где акт наблюдения интерферирует с наблюдаемым явлением. Это привело к появлению принципа неопределенности Гейзенберга, который, на самом деле, устанавливает границу для получения ученым нового знания. Но в естественных науках проблема возникает только на периферии, в то время как участник событий находится в самой сердцевине своего мышления. Прежде всего, ученый преднамеренно старается не интерферировать с наблюдаемым явлением, в то время как основная цель участника событий состоит в том, чтобы преобразовать ситуацию, в которой он участвует, в соответствии со своими интересами. И, что более важно, в квантовой физике вмешательство в ход событий происходит лишь в результате акта наблюдения, а не благодаря самой теории неопределенности, в то время как в случае мыслящих участников событий, их собственные мысли составляют часть того предмета, к которому они относятся. Позитивные достижения естественных наук ограничены областью, в которой мышление и сами события эффективно разделены. В том случае, когда участники событий — мыслящие, область эта сжимается до нуля.

Теперь мы можем рассмотреть проблемы, возникающие в общественных науках. И снова надо рассмотреть два различных вопроса. Один относится к предмету наблюдения, другой — к наблюдателю.

Научный метод предназначен для исследования фактов; но, как мы уже видели, события, в которых участвуют мыслящие участники, состоят не только из фактов. Мышление участников играет казуальную роль; и в то же время оно не соотносится с фактами по той простой причине, что оно не имеет к ним отношения. Участникам приходится иметь дело с ситуацией, которая сопряжена с принимаемыми ими решениями; их мышление составляет неотъемлемую часть этой ситуации. Независимо от того, считаем ли мы мышление участников фактом особого рода или вообще не считаем фактом, оно вносит элемент неопределенности в предмет исследования. В естественных науках этот элемент отсутствует. Как мы уже могли видеть, существует некоторое сходство между неопределенностью, вносимой мышлением участников, и принципом неопределенности Гейзенберга в квантовой физике, но, как мы вскоре увидим, эта параллель — ложная.

Теперь перейдем к роли ученого наблюдателя: намного легче поддерживать требуемое разделение между фактами и утверждениями, когда предмет исследования не включает в себя никаких утверждений, наблюдений или умозаключений.

Большинство дискуссий о недостатках общественных наук касаются в основном второго вопроса. Широко используются выражения типа "пророчества, которые неизбежно сбываются", "эксперименты, обреченные на провал", но обычно они относятся к лжеученым. В то же время, ответственность за элемент неопределенности (или недетерминированности), о котором я упоминал выше, лежит на самовлиянии, присущем самой природе мышления участников.

Трудности научного наблюдения бледнеют перед проблемой неопределенности самого предмета исследований. Неопределенность осталась бы даже и в том случае, если бы все проблемы, связанные с наблюдателем, были разрешены, хотя проблемы наблюдателя напрямую вытекают из неопределенности предмета исследования. Таким образом, проблема общественных наук является не методологической, а внутренне присущей самому предмету исследования.

Преувеличение роли научного наблюдателя может быть отнесено на счет ложной аналогии с принципом неопределенности Гейзенберга. Я не эксперт в области квантовой физики, но, как я понимаю, этот принцип утверждает, что масса и скорость квантовых частиц не могут быть измерены одновременно, так как акт измерения интерферирует с объектом, который подлежит измерению. В этом случае элемент неопределенности вносится внешним наблюдателем. (Является ли поведение квантовых частиц случайным по своей природе — уже отдельный вопрос.) Эта параллель с общественными науками является неверной, поскольку в последнем случае неопределенность (недетерминированность) вызывается самими участниками. Аналогия эта была бы обоснованной только в том случае, если бы квантовые частицы вели себя как мыслящие существа.

Я попытаюсь вернуть наше обсуждение в должное русло: *сначала неопределенность предмета исследования, затем — роль ученого.*

Мысль о том, что существует фундаментальное различие в предмете исследования между естественными и общественными науками, не является общепризнанной.

Напротив, Карл Поппер, который во всем остальном вызывает у меня восхищение, выдвинул доктрину, названную им "доктриной единства науки"<sup>4</sup>; то есть, утверждение о том, что одни и те же методы применимы как в естественных, так и в общественных науках. Невзирая на то, что эта точка зрения не стала общепризнанной, она также не была и окончательно отвергнута. Я попытаюсь сделать это сейчас.

Чтобы оценить проблему, создаваемую мыслящими участниками, необходимо более внимательно рассмотреть, как функционирует научный метод. С этой целью я обращаюсь к схематическому описанию научного метода, предложенному Карлом Поппером и описываемому в научной терминологии как "дедуктивно-номологическая" модель, или модель "D-N". Как и всякая модель, она является упрощенной и идеализированной версией более сложной реальности, но именно в силу того, что она проста и элегантна, она прекрасно соответствует моим целям. Модель построена на утверждениях трех типов: конкретные исходные условия, конкретные конечные условия и универсально верные обобщения. Комбинируя некоторый набор обобщений с известными исходными условиями, мы получаем прогнозы; комбинируя этот набор с известными конечными условиями, мы

получаем объяснения; сопоставление известных исходных условий с известными конечными условиями дает возможность подвергнуть тестированию соответствующие обобщения. Как можно заметить, существует симметрия между прогнозами и объяснениями; их можно логически поменять местами. С тестированием иначе, поскольку никакой объем тестирования не может доказать, что обобщение универсально истинно. Возможна лишь фальсификация научных теорий, верификация же — невозможна. Асимметрия между фальсификацией и верификацией наряду с симметрией между прогнозом и объяснением — таковы две основные характеристики схемы Поппера.

Модель работает только при соблюдении определенных условий. Важное условие состоит в том, что содержание утверждений должно быть полностью изолировано от утверждений, высказываемых по отношению к ним; только в этом случае содержание может служить независимым критерием для оценки истинности или действительности высказываемых о нем утверждений\*. Другие важные требования состоят в том, что исходные и конечные условия должны состоять из фактов, поддающихся научному наблюдению, а обобщения должны иметь универсальную силу. Таким образом, при повторении определенного набора условий предшествующие ему или следующие за ним условия должны оставаться теми же, что и ранее. Можно заметить, что это требование универсальности определяет не только природу научных законов, но также и характер исходных и конечных условий: они должны включать в себя факты, поддающиеся наблюдению и управляемые универсальными законами. Именно это условие наиболее трудно выполнимо в том случае, когда в ситуации действуют мыслящие участники. Здесь мы не будем углубляться в обсуждение вопроса о том, что же представляет собой научное наблюдение. Очевидно, что единичное наблюдение, сделанное единичным ученым, неприемлемо. Именно потому, что соответствие между фактами и утверждениями настолько трудно установить, наука является коллективным процессом, в котором работа каждого ученого должна быть открыта для контроля и критики со стороны остальных.

Взаимоотношения между учеными регулируются некоторыми соглашениями. Четкого определения этих соглашений нет, и они не зафиксированы навечно. Они действуют постольку, поскольку приносят желаемые результаты. Некоторые

ученые считают их слишком обременительными и для достижения желаемого результата пользуются различными обходными путями. Однако именно благодаря тому, что обходные пути не приводят к цели, правила научного метода продолжают побеждать.

Вероятно, наиболее ярким примером действий наблюдателя, стремящегося навязать свою волю предмету наблюдения, является попытка обратить простой металл в золото. Алхимики долго и напряженно боролись, пока наконец неудачи не вынудили их оставить свои попытки. Они были обречены, поскольку поведение простых металлов подчиняется законам, имеющим универсальную действенность, которые не могут быть изменены никакими заявлениями, заклинаниями или ритуалами.

Давайте рассмотрим теперь поведение человека. Подчиняются ли люди универсально действующим законам, которые могут быть сформулированы в соответствии с D-N-моделью? Вне всякого сомнения, многие стороны человеческого поведения, и рождение, и смерть, и многие события между ними могут рассматриваться в том же ключе, что и явления природы. В то же время в человеческом поведении существует одна сторона, которая, по-видимому, проявляет свойства, отличающие его от явлений, составляющих предмет естественных наук: это процесс принятия решений. Решения основаны на несовершенном понимании существующей ситуации. Каким образом может такая ситуация предоставить исходные и конечные условия, которые были бы связаны друг с другом универсально действующими законами? Включают эти условия процесс мышления участников или исключают его? Если процесс мышления включается в эти условия, они не поддаются научному наблюдению поскольку ему поддаются лишь результаты процесса мышления, но не сам процесс. Если же процесс мышления не включается, а в качестве доказательств признаются лишь его результаты, то рушится универсальность научных обобщений, поскольку каждый данный набор условий не обязательно всякий раз предшествует одному и тому же набору или следует за таковым; на ход событий влияет мышление участников, причем взаимосвязь между решениями участников и последовательностью событий не однозначна. В любом случае D-N-модель терпит крах.

Это, конечно, еще не конец света, но серьезный удар по научному методу. Этот метод применялся настолько успешно, что нам трудно поверить, что столь большие и жизненные области остаются за пределами его досягаемости. Естественные науки уже наткнулись на ограничения в виде принципа неопределенности Гейзенберга, но предел этот был достигнут лишь после значительного числа впечатляющих достижений — да и сам принцип неопределенности является одним из величайших открытий в области естествознания. В то же время, в общественных науках мы сталкиваемся с трудностями, не успев еще перейти к делу: несовершенство понимания ситуации ее участниками несовместимо с D-N-моделью.

Вывод этот настолько опустошитель, что его всячески старались избежать. Обзор подобных попыток мог бы составить целую книгу — и довольно интересную в этом плане. Я же ограничу свое внимание экономической теорией, которая является одной из самых хитроумных, а во многих отношениях и одной из самых эффективных попыток избежать проблем, связанных с несовершенством понимания. Она просто отменяет эти проблемы, воздвигая гипотетическую систему, в которой решения участников полностью определяются полученной информацией. Этот подход ведет к выводам, удовлетворяющим некоторым требованиям D-N-модели. Например, теория совершенной конкуренции считается универсально действующей и — по крайней мере, в принципе, — она может с равной эффективностью использоваться для прогнозирования и объяснения событий. В то же время, как только дело касается тестирования, эта теория терпит неудачу, заставляя нас сомневаться в том, что постулируемые гипотетические условия вообще соотносятся с реальностью.

Ученые — специалисты по общественным наукам посвятили много времени попыткам сохранить единство метода, но имели весьма незначительный успех. Их попытки лишь немногим отличались от пародий на работы в области естественных наук. В определенном смысле, попытки навязать методы естественных наук общественным можно сравнить со стараниями алхимиков использовать магию в сфере действия наук естественных. Однако в то время как провал алхимиков был близок к полному, ученым-специалистам по общественным наукам удалось оказать значительное влияние на предмет своих исследований. Ситуации, в которых

действуют мыслящие участники, могут быть неподвластны методам естественных наук, но они могут поддаться подходу, свойственному алхимии. Именно в силу того, что мышление участников не определяется реальностью, оно весьма подвержено влиянию различных теорий. В области явлений природы научный метод оказывается эффективным только в том случае, если используется верная теория; но в области вопросов социальные, политических и экономических эффективными могут оказаться неверные теории. Хотя алхимия как естественная наука потерпела неудачу, социальная наука как алхимия может преуспеть. Это приводит нас к рассмотрению отношений между учеными предметом его изучения. Как мы уже видели, D-N-модель требует от ученых строгого отделения их утверждений и наблюдений от собственно предмета исследования, к которому они относятся; только в этом случае предмет исследования может выполнять свою функцию и служить объективным критерием для проверки истинности или действительности научных выводов. Эти соглашения научного метода разработаны для поддержания требуемого разграничения.

В области естественных наук эти соглашения оказываются эффективными, поскольку мышление ученого фактически отделено от предмета его исследования. Ученый может влиять на предмет исследования только своими действиями, но никак не умозаключениями, и действия ученого подчиняются тем же самым законам, что и любое явление природы. В частности, никакие действия ученого не приведут к превращению простого металла в золото. Ученый может получить некоторую личную выгоду, нарушив соглашения науки, но эта выгода достигается лишь благодаря обману, который будет раскрыт другими учеными, подчиняющиеся соглашениям.

Социальные явления носят иной характер. Несовершенство понимания ситуации ее участниками препятствует должному функционированию D-N-модели. Для соглашений научного метода это имеет далеко идущие последствия. Это ограничивает результат, которые могут быть получены при соблюдении этих соглашений, и, что еще печальнее, это открывает дорогу к получению ценных результатов при их нарушении. Много может быть достигнуто путем притворного соблюдения соглашений, в то время как в действительности они не соблюдаются. Естественные науки имеют солидную репутацию: теория, которая провозглашает



себя научной, может оказать на легковерную публику большее влияние, чем теория, в которой откровенно признаются ее политические или идеологические приоритеты. В качестве типичных примеров мне достаточно упомянуть лишь марксизм и психоанализ; но это утверждение относится также и к идее капитализма *laissez faire*, опирающейся на теорию совершенной конкуренции. Стоит заметить, что и Маркс, и Фрейд отстаивали научный статус своих теорий и основывали многие свои утверждения на заявлениях о своей "научности". Как только мы допустили подобного рода утверждения, сам термин "социальные науки" становится подозрительным. Это — волшебное слово, используемое социальными алхимиками, чтобы с помощью заклинаний навязать свою волю предмету их исследований.

Как могут "истинные" последователи научного метода обезопасить себя от подобных злоупотреблений? Мне кажется, что существует только один выход: лишить социальные науки того статуса, который они получили за счет естественных наук. Термин "социальные науки" следует считать ложной метафорой.

Это не значит, что мы должны прекратить поиски истины при изучении явлений общественной жизни. Это означает лишь, что стремление к истине требует от нас признания того, что D-N-МО-дель неприменима к ситуациям, имеющим мыслящих участников. Мы должны отвергнуть доктрину о единстве метода и прекратить раболепную имитацию естественных наук.

D-N-модель была с таким успехом использована в области естественных наук, что ее начали приравнивать к научному методу. По иронии судьбы модель эта была в значительной степени превзойдена современными естественными науками; общественные науки, тем не менее, все еще пытаются соперничать с достижениями естествознания девятнадцатого века. Попытки эти безуспешны, поскольку, как мы уже видели, предмет исследования не укладывается в рамки D-N-модели. Однако, как показала квантовая физика, научный подход не всегда ограничивается D-N-моделью: статистические, вероятностные обобщения могут оказаться более продуктивными. Мы также не должны игнорировать возможность разработки инновационных подходов, не имеющих прототипов в области естественных наук.

При различиях в предмете исследования, неизбежно должны существовать и различия в методах его изучения.

В настоящей книге я исследую такой инновационный подход, но прежде чем я перейду к нему, я хочу обеспечить, что он не будет оцениваться по стандартам D-N-модели. Мир несовершенного понимания не поддается обобщениям, которые могут быть использованы для объяснения и прогнозирования конкретных событий. Симметрия между объяснением и предсказанием существует только при отсутствии мыслящих участников. В противном случае прогнозы всегда будут обусловлены восприятиями участников; таким образом, они не могут обладать законченностью, присущей им в D-N-модели. С другой стороны, прошедшие события так же законченны, как и события в D-N-модели; таким образом, объяснение становится намного более легким, чем предсказание. Если же мы откажемся от ограничения, требующего логической взаимозаменяемости предсказаний и объяснений, мы сможем построить теоретическую конструкцию, приемлемую для нашего предмета исследования. К сожалению, эта теория не может быть испытана тем же методом, что и теории, укладываемые в логическую структуру Поппера. Это не значит, что следует отказаться от проверки теории; напротив, постольку, поскольку мы имеем дело с пониманием вещей, как они есть, нам следует непременно подвергать проверке свои воззрения. Нам следует разработать инновационные способы тестирования. И я сделаю это при описании эксперимента в реальном времени, в котором при изучении социальных явлений открыто признаются и используются потенциальные возможности алхимии (часть III).

### *Предпочтения участников*

Мой подход состоит в том, чтобы рассмотреть проблему несовершенного понимания напрямую. Несовременным понимание участников становится вследствие того, что мышление их влияет на саму ситуацию, к которой оно относится. Казуальная роль, которую играет мышление участников, не имеет прототипов в явлениях, изучаемых естественными науками. Естественно, это не единственная сила, формирующая ход событий, но она является исключительной принадлежностью ситуаций, в которых действуют мыслящие участники, и, следовательно, заслуживает того, чтобы быть поставленной на центральное место.

Как мы уже видели, несовершенство понимания — концепция, с которой очень трудно работать. Мы установили, что не существует соответствия между мышлением участников и ситуацией, к которой оно относится; но отсутствие соответствия трудно определить и еще труднее измерить. Мышление участников является частью ситуации, к которой оно относится, а сама идея соответствия непригодна для описания отношений между частью и целым. Эта идея заимствована из естественных наук, где утверждения и факты принадлежат разделенным вселенным, и из философии, где соответствие служит критерием истины. Аналогия с ними неприменима к участнику, являющемуся, по определению, составной частью ситуации, которую он пытается осмыслить. Мы можем говорить об отсутствии соответствия, но мы не сможем определить то, чему именно не соответствует понимание Участников, поскольку такого предмета просто не существует. Что бы упростить вопрос, я буду говорить об изначальных предпочтениях в мышлении участников. Поскольку предпочтения эти внутренне ему присущи, объективность недостижима.

Во внешнем мире существует, однако, норма, сравнительно с которой можно определить степень предвзятости участников. Хотя и не существует реальности, независимой от восприятия участников, реальность, от них зависящая, существует. Иными словами, некоторая последовательность событий, действительно наступает, и эта последовательность отражает поведение участников. Действительный ход событий, скорее всего, отличен от ожиданий участников, и различия эти могут рассматриваться как некое указание на наличие предпочтений участников. К сожалению, они могут рассматриваться лишь как указание — и не могут служить полноценной мерой степени предпочтения — поскольку фактический ход событий уже включает в себя последствия мышления участников. Таким образом, предпочтения участника выражаются как в различиях между результатом и ожиданиями, так и в фактическом ходе событий. Явление, которое частично поддается наблюдению, а частично погружено в общее течение событий, будет поддаваться научному исследованию только с трудом. Теперь мы можем понять, почему экономисты так стремились исключить его из своих теорий. Мы же поставим его во главу угла нашего исследования.

### *Концепция рефлексивности*

Взаимосвязь между мышлением участников и ситуацией, в которой они участвуют, может быть разбита на две функциональные зависимости. Я буду называть усилия участников по пониманию ситуации когнитивной или пассивной функцией, а воздействие их умозаключений на ситуацию в реальном мире — воздействующей или активной функцией. В когнитивной функции восприятия участников зависят от ситуации; в воздействующей функции восприятия участников влияют на ситуацию. Можно видеть, что эти две функции работают в противоположных направлениях: в когнитивной функции независимой переменной является ситуация; в воздействующей функции таковой является мышление участников. Существует много случаев, когда ту или иную функцию можно наблюдать изолированно; существуют также ситуации, когда обе они действуют одновременно. Очевидный пример когнитивной функции имеет место, когда кто-то учится на опыте. Примеры воздействующей функции можно найти в учебниках по экономике, когда участники применяют данный набор приоритетов к данному набору возможностей и определяют в этом процессе цены. В том случае, когда обе функции работают одновременно, они интерферируют друг с другом. Для получения детерминированного результата функция должна иметь независимую переменную, но в нашем случае независимая переменная одной функции является зависимой переменной другой. Вместо детерминированного результата мы имеем взаимодействие, в котором как ситуация, так и взгляды участников являются зависимыми переменными и первичное изменение ускоряет наступление дальнейших изменений как в самой ситуации, так и во взглядах участников. Я называю это взаимодействие "рефлексивностью", используя слово, которое французы употребляют для обозначения глагола, субъект и объект которого совпадают. Используя простейшую математику, можно представить рефлексивность как пару рекурсивных функций:

$$y=f(x)$$

$$x=g(y)$$

Следовательно,

$$y=f\{g(y)\}$$

$$x=g[f(x)]$$

Это — теоретическое обоснование моего подхода. Две указанные рекурсивные функции ведут не к равновесию, а к никогда не заканчивающемуся процессу изменений. Процесс этот коренным образом отличен от процессов, изучаемых естественными науками, где одна совокупность фактов следует за другой безо всякого вмешательства со стороны процесса мышления или восприятия (хотя в квантовой физике процесс наблюдения вносит неопределенность). В том случае, когда в ситуации действуют мыслящие участники, последовательность событий не ведет напрямую от одного набора фактов к другому; вместо этого она перекрестным образом, наподобие шнура от ботинок, соединяет факты с их восприятиями, а восприятия с фактами. Таким образом, концепция рефлексивности предлагает "шнурочную" теорию исторического процесса.

Необходимо признать, что шнурочная теория является в некотором роде диалектикой. Она может быть проинтерпретирована как синтез гегелевской диалектики идей и диалектического материализма Маркса. Но вместо идей или материальных условий, независимо друг от друга эволюционирующих в соответствии с законами диалектики, она предполагает взаимодействие между ними, в результате чего и складывается диалектический процесс. Единственная причина, по которой я не использую это слово более значимо, состоит в том, что я не хочу обременять себя тем избыточным багажом, который за ним следует. Я считаю, что идеи Гегеля темны, а Маркс выдвинул детерминистскую теорию истории, диаметрально противоположную моим собственным воззрениям.

Концевая часть исторического процесса, в моем понимании, остается открытой. Его основной движущей силой являются именно предпочтения участников. Можно с уверенностью утверждать, что это не единственная такая сила, но это сила, являющаяся исключительной принадлежностью исторического процесса и далеко отделяющая его от процессов, изучаемых естественными науками. Биологическую эволюцию приписывают генетическим мутациям; я утверждаю, что исторические процессы формируются неверными концепциями их участников. Более того, я даже позволю себе утверждать, что идеи, творящие историю, являются плодотворными заблуждениями. Такое плодотворное заблуждение, когда оно возникает, кажется озарением; недостатки его становятся очевидными лишь при претворении его в жизнь: это, в свою очередь, порождает новое плодотворное заблуждение,

являющееся антитезисом к первому, и т.д. Каждое заблуждение помогает приобрести новый опыт, в той мере, в которой люди вообще способны учиться на собственном опыте; этот процес можно назвать прогрессом. Заблуждение, естественно, слишком сильное слово, но оно помогает направить внимание в правильном направлении: на предпочтения участников.

Я не стану более углубляться в этот вопрос, но очевидно, что концепция рефлексивности, описанная здесь, имеет приложения далеко за пределами тем, описанных в этой книге.

### *Рефлексивность или равновесие?*

Возвращаясь к экономической теории, можно утверждать, что именно предпочтения участников делают состояние равновесия недостижимым. Цель, к достижению которой должен вести процесс взаимного уравнивания, включает в себя предпочтения, и предпочтения эти во время такого процесса могут сдвигаться. Когда это происходит, целью процесса является не равновесие, а некая движущаяся мишень.

И чтобы рассмотреть эти вопросы в перспективе, мы можем разбить события на две категории: обыкновенные, повседневные события, правильно предвосхищаемые участниками, которые не вносят изменений в их восприятия, и уникальные, исторические события, которые влияют на предпочтения участников и ведут к дальнейшим изменениям. События первого рода могут быть рассмотрены с позиций теории равновесия, вторые же — нет: они могут быть осмыслены только как часть исторического процесса.

В повседневных событиях оперирует только воздействующая функция; когнитивная функция является данной. В случае событий уникальных, исторических, обе функции оперируют одновременно, так что ни взгляды участников, ни ситуация, к которой они относятся, не остаются такими же, какими они были ранее. Именно это и оправдывает описание таких событий, как исторических.

Необходимо подчеркнуть, что в моем определении исторических изменений присутствует тавтология. Прежде всего, я классифицирую события в соответствии с их воздействием на предпочтения участников: события, изменяющие предпочтения участников, могут быть названы историческими, а не изменяющие

— рутиной. Затем я утверждаю, что именно изменения в предпочтениях участников определяют последовательность событий как историческую. Тавтологии могут быть полезны, при условии, что они признаются таковыми. В нашем случае тавтология помогает представить анализ равновесия в должной перспективе. Я определил исторические изменения как взаимную игру воздействующей и когнитивной функций. Историческим изменением является в том случае, если оно влияет как на ход событий, так и на восприятия участников, так что следующее событие уже не может быть простым повторением предшествовавшего ему.

Теория равновесия исключает исторические изменения, отвергая когнитивную функцию. Кривые спроса и предложения, используемые в экономической теории, считаются выражением только воздействующей функции. Когнитивная функция подменяется гипотезой совершенного знания. Если бы признавалось действие когнитивной функции, рынок считался бы способным изменить форму кривых спроса и предложения, а равновесие, изучаемое экономистами, не обязано было бы достигаться.

Насколько значимо пренебрежение когнитивной функцией? Иными словами, насколько значимо искажение, возникающее если пренебречь предпочтениями участников?

В микроэкономическом анализе искажение это пренебрежимо мало и предпочтения участников легко могут быть учтены. На первом шаге предпочтения участников могут рассматриваться как данное: это ведет к статическому равновесию. Для того чтобы сделать анализ более динамичным, изменения в предпочтениях участников могут добавляться по кускам и описываться как изменения в привычках потребителей или в методах производства. Единственный момент, затемняемый при таком "кусочном" подходе, — возможная связь между различными изменениями в условиях спроса и предложения, но упущение это не уменьшает истинности заключений, к которым стремится микроэкономический анализ.

Что же касается финансовых рынков, искажение более серьезно. Предпочтения участников являются частью процесса определения цен, и ни одно значительное изменение рынка не оставляет предпочтений участников неизменными. Поиск

равновесной цены превращается в погоню за стаей диких гусей, а теории равновесных цен могут сами стать обильным источником заблуждений.

Перефразируя Дж. П. Моргана (J.P. Morgan), можно сказать, что колебания на финансовых рынках будут продолжаться.

При попытках описать изменения макроэкономического масштаба анализ равновесия оказывается абсолютно несостоятельным. Ничто не является столь далеким от реальности, как допущение, что участники основываются в своих решениях на совершенном знании. Люди на ощупь пытаются предугадать будущее с помощью любых возможных ориентиров. Результат, как правило, отличен от ожиданий, что ведет к постоянному изменению ожиданий и к постоянно меняющимся результатам. Процесс является рефлексивным.

В своей *Общей теории занятости, процента и капитала* Кейнс удалось показать, что абсолютная занятость — это особый случай; если мы сможем разработать общую теорию рефлексивности, равновесие также окажется особым случаем. Хотя это едва ли может считаться общей теорией, я попытаюсь исследовать роль рефлексивности на финансовых рынках; это значит, что я попытаюсь проинтерпретировать их функционирование как исторический процесс.

1\* "Дайте делать" (франц.) — экономическая доктрина, требующая минимального вмешательства государства в экономику, сводящегося, по существу, к соблюдению прав собственности. — *Прим. ред.*

2\* Интересно, что это условие выполняется не только для фактов, составляющих исходные и конечные условия, но и для обобщений, которые их связывают. Законы природы должны побеждать, признаем мы их или нет. Это и послужило основой для неудавшейся идеи Поппера о "третьем мире" объективных идей (см. *Objective Knowledge (Объективное знание)*, New York: Oxford University Press, 1972). — *Прим. авт.*

[К оглавлению](#)

[Назад](#)

## 2. Рефлексивность на фондовом рынке

Стремясь развить теорию рефлексивности, я считаю необходимым начать с фондового рынка. Прежде всего, это рынок, наиболее мне знакомый: я был профессиональным инвестором на протяжении более чем двадцати пяти лет. Кроме того, фондовый рынок является отличной лабораторией для испытания теорий:



изменения выражаются количественно, а нужные данные легко доступны. Даже взгляды участников могут быть получены в виде брокерских отчетов. И, что наиболее важно, я действительно испытывал мою теорию на фондовом рынке и хотел бы рассмотреть несколько интересных случаев.

Как я уже упомянул во введении, я разрабатывал идею рефлексивности не в связи со своей деятельностью на фондовом рынке. Теория рефлексивности возникла как абстрактное философское размышление и лишь постепенно мне удалось раскрыть ее отношение к поведению цен на фондовом рынке. Моя формулировка этой теории на том уровне абстракции, на котором я пришел к ней, была исключительно неудачной: мой провал как философа находится в разительном контрасте с моей карьерой в качестве профессионального инвестора. Я надеюсь, что представляя мои идеи в порядке, обратном тому, в котором я к ним пришел, я смогу не заблудиться в таинствах абстракций.

Существует еще одна причина, по которой фондовый рынок может быть лучшей отправной точкой для изучения рефлексивных явлений. По сравнению с остальными рынками, фондовый рынок больше всего отвечает критерию совершенной конкуренции: централизованное ведение торгов, однородная продукция, низкие расходы на проведение сделок и транспортировку, мгновенная связь, достаточно большая толпа участников для того, чтобы ни один из них в случае обычного хода событий не мог повлиять на цены на рынке, а также специальные правила проведения внутренних операций наряду с мерами, обеспечивающими всем участникам доступ к релевантной информации. Можно ли желать большего? Если существует место, где теория совершенной конкуренции должна воплотиться в жизнь, то это фондовый рынок. Тем не менее почти нет эмпирических свидетельств равновесия или хотя бы тенденции в динамике цен, ведущей к состоянию равновесия. Концепция равновесия кажется в лучшем случае иррелевантной, а в худшем — вводящей в заблуждение. Наблюдению обнаруживает постоянные изменения независимо от того, в течение какого срока оно производилось. Можно признать, что подоплека событий, которая, как считают, отражается в изменениях цен, постоянно меняется, но чрезвычайно трудно установить какое-либо твердое соответствие между изменениями цен на рынке и изменениями условий, которые их вызвали. Обнаруженные соответствия

можно скорее назвать приписываемыми, чем наблюдаемыми. Я намерен использовать теорию рефлексивности для критики чрезмерной сосредоточенности экономической теории на состоянии равновесия. Могу ли я найти лучший пример, чем фондовый рынок?

Существующие теории поведения цен на фондовом рынке на удивление несостоятельны. Для практика их ценность столь незначительна, что я даже не полностью знаком с ними. Уже тот факт, что мне удалось обойтись без них, говорит сам за себя.

Вообще говоря, такие теории подразделяются на две категории: фундаменталистские и технические. В последнее время вошла в моду теория случайных блужданий; эта теория утверждает, что рынок полностью сводит на нет все последующие изменения, так что шансы каждого отдельного участника на то, что его показатели окажутся выше или ниже средних, на рынке равны. Это мнение послужило теоретическим основанием для все большего числа финансовых институтов к вложению средств в индексные фонды. Теория эта явно ложная — я опроверг ее путем постоянного превышения средних показателей в течение двенадцати лет. Финансовым институтам можно порекомендовать продолжать вложения в индексные фонды вместо принятия специфических решений по инвестициям, но лишь по причине получения ими результатов ниже средних, а не вследствие невозможности превышения среднего уровня.

Технический анализ изучает тенденции рынка, а также динамику спроса и предложения ценных бумаг. Несомненны его заслуги в прогнозировании вероятностей, но не действительного хода событий. Он не представляет особого интереса для нашего обсуждения, поскольку его теоретические основания практически ограничиваются утверждениями о том, что котировки фондового рынка определяются спросом и предложением и что опыт прошлого имеет значение для прогнозирования будущего.

Фундаментальный анализ является более интересным, поскольку это отросток теории равновесия. Предполагается, что ценные бумаги имеют истинную, или фундаментальную ценность, отличную от их текущей рыночной стоимости.

Фундаментальная ценность акций может быть определена либо в зависимости от способности стоящих за этими акциями активов давать доход, либо в зависимости

от фундаментальной ценности остальных акций. В любом случае считается, что в течение некоторого времени рыночная стоимость акций стремится к фундаментальной ценности, поэтому исследования, посвященные фундаментальной ценности акций, являются полезным руководством при принятии решений об инвестициях.

Важный момент в этом подходе заключается в том, что связь между котировками акций и компаниями, чьи акции продаются на рынке, считается односторонней.

Богатства компаний определяют — хотя и с опозданием — относительную ценность различных акций, продающихся на фондовом рынке. Возможность того, что изменения на фондовом рынке могут повлиять на богатства компаний, оставлена без внимания. Здесь прослеживается четкая параллель с теорией цен, где относительное количество потребляемых товаров определяется кривой безразличия, а возможностью того, что рынок может повлиять на кривую безразличия, пренебрегают. Эта параллель не случайна: фундаменталистский подход основан на теории цен, но упущение последнего фактора сильнее высвечивается на фондовом рынке, чем на иных рынках. Котировки на фондовом рынке напрямую влияют на ценности, лежащие в их основе: через продажу и выкуп акций, опционов\*, а также через всевозможные корпоративные операции: слияние и приобретение компаний, переход в открытую форму, переход в закрытую форму и т.п. Существуют также и более тонкие пути влияния котировок на фондовом рынке на состояние компании:

рейтинг кредитоспособности, отношение клиентуры, доверие к управляющему персоналу и т.д. Влияние этих факторов на котировки акций, безусловно, признается; но фундаменталистский подход странным образом игнорирует влияние котировок акций на эти факторы.

Если имеют место бросающиеся в глаза неувязки между превалирующими цѣнами и фундаментальной ценностью акций, это обычно приписывают будущим изменениям в самих компаниях, еще неизвестным, но уже правильно предвосхищаемым фондовым рынком. Считается, что за движениями котировок на фондовом рынке следуют те изменения, которые их впоследствии оправдывают.

Нам еще предстоит рассмотреть, как должны учитываться будущие изменения, но считается, что рынок делает свое дело правильно даже в том случае, когда

правильный метод не может быть теоретически установлен. Эта точка зрения естественно вытекает из теории совершенной конкуренции и резюмируется утверждением, что "рынок всегда прав". С этим утверждением обычно соглашаются даже те, кто не питает особого доверия к фундаментальному анализу. Я придерживаюсь полностью противоположной точки зрения. Я не согласен ни с утверждением о том, что котировки фондового рынка являются пассивным отражением ценности акций, лежащей в их основе, ни с выводом о том, что это отражение так или иначе соотносится со стоящими за акциями активами. Я утверждаю, что рыночные котировки всегда искажены; более того — и это мое важнейшее расхождение с теорией равновесия — искажения эти могут влиять на лежащие в их основе акции. Котировки акций являются не просто пассивным отражением; они активные ингредиенты процесса, в ходе которого определяются как котировки акций, так и богатства тех компаний, акции которых продаются. Иными словами, я рассматриваю изменения фондовых цен как часть исторического процесса и обращаю основное внимание на невязку между ожиданиями участников и действительным ходом событий как на каузальный фактор в этом процессе. Объяснение этого процесса я хотел бы начать с рассмотрения этой неувязки. Я не исключаю возможности того, что события могут действительно отвечать ожиданиям людей, но я считаю это предельным случаем. Переводя это утверждение на язык рыночных терминов, я утверждаю, что всегда имеются те или иные предпочтения участников рыночного процесса. Я не отрицаю того, что фондовый рынок обладает способностью предсказания или предвосхищения, которая временами кажется мистической, но я утверждаю, что она может быть объяснена влиянием предпочтений участников на ход событий. Например, считается, что фондовый рынок предчувствует наступление рецессии; вернее было бы утверждать, что он может способствовать их более стремительному наступлению. Таким образом, я заменяю утверждение о том, что рынок всегда прав, двумя другими:

1. На рынке всегда присутствуют предпочтения того или иного направления.
2. Рынок может воздействовать на ход предвосхищаемых им событий.

Сочетание этих двух утверждений объясняет, почему так часто кажется, что рынок верно предвосхищает события.

Используя в качестве отправной точки предпочтения участников, мы можем попытаться построить модель взаимодействия между взглядами участников и ситуацией, в которой они участвуют. Анализ, однако, осложняется тем, что взгляды участников являются частью ситуации, к которой они относятся. Чтобы как-то осмыслить эту сложную ситуацию, нам необходимо ее упростить. Я ввел упрощающую концепцию, когда говорил о предпочтениях участников. Теперь я хотел бы продвинуться в этом рассуждении еще на один шаг и ввести понятие превалирующего предпочтения.

На рынке действует множество участников, взгляды которых, как правило, различаются. Я могу предположить, что многие индивидуальные предпочтения компенсируют друг друга, в результате нивелируя то, что я называю "превалирующим предпочтением". Это допущение не может быть применено ко всем историческим процессам, но оно применимо к фондовому рынку, а также и к иным рынкам. Правомочность процедуры агрегирования индивидуальных восприятия основана на том, что все они приводимы к общему знаменателю, а именно к ценам фондового рынка. В других исторических процессах взгляды участников слишком диффузны, чтобы их можно было агрегировать, и концепция "превалирующего предпочтения" становится почти метафорой. В таких случаях может потребоваться иная модель. На фондовом рынке предпочтения участников выражаются в покупках и продажах. При прочих равных условиях позитивные предпочтения ведут к росту котировок, а негативные — к их падению. Таким образом, превалирующее предпочтение является наблюдаемым феноменом. Прочие условия, однако, никогда не бывают равными. Для построения нашей модели нам необходимо узнать немного больше об этих "прочих условиях". Здесь я хотел бы ввести второе упрощающее понятие. Это "основной тренд", который оказывает влияние на все изменения котировок фондового рынка, невзирая на то, осознан ли он вкладчиками или нет. Степень его влияния на котировки рынка будет, конечно, варьироваться в зависимости от взглядов участников. Тренд котировок может быть затем представлен как синтез "основного тренда" и "превалирующего предпочтения".

Как взаимодействуют эти два фактора? Хочу напомнить, что здесь действуют связи двух типов: воздействующая функция и когнитивная функция. Основной тренд

оказывает влияние на восприятия участников через когнитивную функцию; возникающее в результате изменение в восприятиях влияет на ситуацию через воздействующую функцию. В случае фондового рынка основной эффект выражается в котировках акций. Изменения в котировках могут, в свою очередь, повлиять как на превалирующее предпочтение, так и на основной тренд. Здесь мы имеем рефлексивное взаимодействие, в котором котировки акций определяются двумя факторами — основным трендом и превалирующим предпочтением — на оба этих фактора, в свою очередь, влияют котировки фондового рынка. Взаимная игра между котировками и двумя другими факторами не содержит постоянных: то, что является независимой переменной в одной функции, в другой представляет собой зависимую переменную. Без постоянных нет и тенденции к равновесию. Последовательность событий лучше всего интерпретировать как процесс исторических изменений, в котором ни одна из переменных — ни котировки, ни основной тренд, ни превалирующее предпочтение — не остается неизменной. При типичном ходе событий все три переменные взаимно усиливают друг друга сначала в одном направлении, затем в другом, следуя закономерности, которая в простейшей своей форме известна как последовательность подъем-спад.

Прежде всего нам следует начать с нескольких определений. Когда котировки усиливают основной тренд, мы будем называть такой тренд самоусиливающимся; когда они работают в противоположном направлении — самокорректирующимся. Та же терминология может использоваться и в отношении превалирующего предпочтения; оно может быть самоусиливающимся или самокорректирующимся. Важно понимать, что эти термины означают. Когда тренд усиливающийся, он ускоряется. Когда усиливающимся является предпочтение, расхождение между ожидаемым и действительным изменением котировок становится все более значительным, и наоборот, когда оно самокорректируется, это расхождение уменьшается. Что касается котировок, то мы будем описывать их просто как растущие или падающие. Если превалирующее предпочтение способствует росту котировок, мы будем называть его позитивным; если же оно действует в обратном направлении — негативным. Таким образом, рост котировок усиливается позитивным предпочтением, а падение — негативным. В последовательности

подъем-спад мы, таким образом, найдем по меньшей мере один отрезок, где рост котировок усиливается позитивным предпочтением, и другой отрезок, где падение котировок усиливается негативным предпочтением. Здесь также должна быть и точка, в которой сочетание основного тренда и превалирующего предпочтения вызывает возникновение обратного тренда котировок.

Давайте теперь попытаемся построить элементарную модель процесса подъема-спада. Мы начнем с основного тренда, который еще не осознан, хотя можно также предположить и наличие превалирующего предпочтения, еще не отраженного в котировках. Таким образом, превалирующее предпочтение для начала является негативным. Когда участники рыночного процесса осознают основной тренд, перемена в восприятии скажется на котировках. Изменение котировок может повлиять или не повлиять на основной тренд. В последнем случае необходимо еще кое-что обсудить. В первом случае мы имеем начало самоусиливающегося процесса.

Повышающий тренд может повлиять на превалирующее предпочтение в одном из двух направлений: он может привести к ожиданию дальнейшего ускорения этого тренда или же к ожиданию его коррекции. В последнем случае основной тренд может сохраниться после коррекции котировок, но может и исчезнуть. В первом же случае создается позитивное предпочтение, вызывающее дальнейший рост котировок и дальнейшее ускорение основного тренда. Пока предпочтение является самоусиливающимся, ожидания растут даже быстрее котировок. Основной тренд становится все более подверженным влиянию фондовых котировок, а рост фондовых котировок — все более зависимым от превалирующего предпочтения, так что и основной тренд, и превалирующее предпочтение становятся все более уязвимыми. В конце концов тренд котировок не может более поддерживать превалирующих ожиданий и начинается процесс коррекции. Не оправдавшиеся ожидания оказывают негативный эффект на котировки, а колеблющиеся котировки ослабляют основной тренд. Если основной тренд приходит в полную зависимость от котировок, коррекция может превратиться в движение в обратном направлении. В этом случае котировки падают, основной тренд меняется на противоположный, а ожидания падают еще сильнее. Таким образом, самоусиливающийся процесс

начинается в обратном направлении. В конце концов движение вниз также достигает предельной точки и сменяется обратным процессом.

Как правило, самоусиливающийся процесс проходит через не-обходимую коррекцию на ранних стадиях, и, если он ее выдерживает, предпочтение, как правило, становится самоусиливающимся и более устойчивым к возможным потрясениям. В том случае, когда процесс значительно продвигается вперед, корректировки становятся более редкими, а опасность поворота в экстремальной точке возрастает. Здесь я обрисовал типичную последовательность подъем-спад. Ее можно проиллюстрировать с помощью двух кривых, которые развиваются более или менее в одном и том же направлении. Одна кривая отражает котировки, а вторая — чистую прибыль на акцию\*. Было бы естественным предположить, что кривая, изображающая чистую прибыль на акцию, является показателем основного тренда, а расхождение между обеими кривыми служит некоторым указанием на превалирующее предпочтение. Но взаимоотношение здесь гораздо более сложное. Кривая, изображающая чистую прибыль на акцию, включает в себя не только основной тренд, но и влияние котировок на этот тренд; превалирующее предпочтение только частично выражается расхождением между кривыми — частично оно уже отражено в самих кривых. Работать с понятиями, которые поддаются лишь частичному наблюдению, чрезвычайно трудно; именно поэтому мы выбрали переменные, которые поддаются наблюдению и численному выражению — хотя, как мы увидим позднее, численное выражение чистой прибыли на акцию может ввести в заблуждение. На этот момент предположим, что "фундаментальные условия", в которых заинтересованы инвесторы, должным образом измеряются чистой прибылью на акцию.

Типичное поведение указанных двух кривых следующее, (см. график ). Сначала признание основного тренда запаздывает, но тренд достаточно силен для того, чтобы проявлять себя в чистой прибыли на акцию (AB). Когда основной тренд наконец осознается, он усиливается возрастающими ожиданиями (BC).

Возникают сомнения, но тренд продолжает действовать. Или же тренд пропадает, но затем вновь восстанавливается. Такое испытание может повторяться несколько раз, но здесь я показываю только один такой момент (CD). В конце концов убежденность крепнет и ее более не может поколебать даже некоторое замедление



роста чистой прибыли на акцию (DE). Ожидания становятся слишком завышенными и не поддерживаются реальностью (EF). Предпочтение как таковое осознается, и ожидания понижаются (FG). Котировки теряют свою последнюю опору, и происходит их обвал (G). Основной тренд сменяется на противоположный, усиливая падение (GH). В конце концов пессимизм преодолевается и рынок стабилизируется (HI).

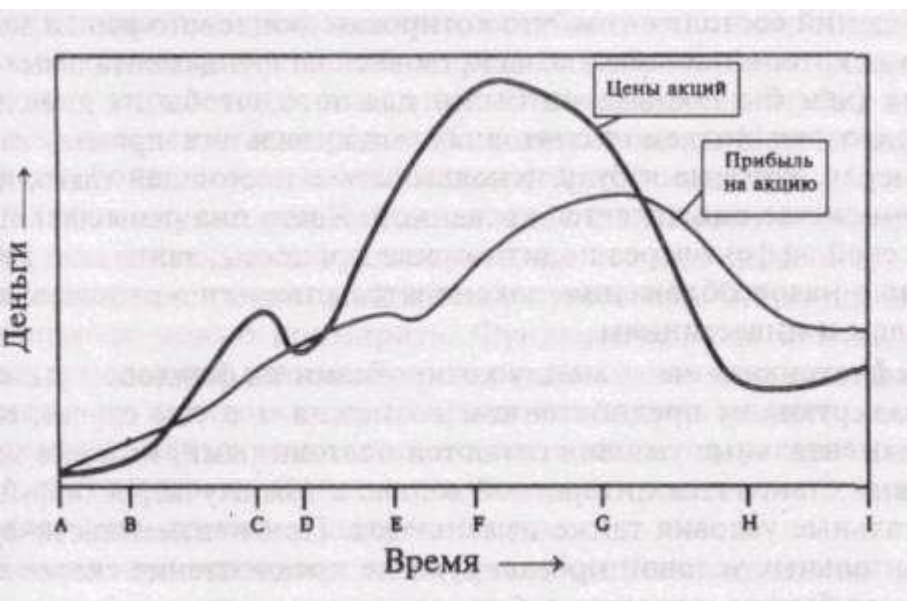
Следует подчеркнуть, что это только один возможный путь, являющийся результатом взаимной игры между единственным превалирующим предпочтением и единственным основным трендом. Может действовать и не один тренд, а

превалирующее предпочтение может

иметь много нюансов, так что последовательность событий потребует совершенно иного представления.

Необходимо, быть может, сказать несколько слов о теоретическом построении модели. Мы

заинтересованы в изучении взаимной игры между предпочтениями участников и действительным ходом



событий. Тем не менее, предпочтения участников представлены в нашей модели лишь косвенно; обе кривые отражают действительный ход событий.

Превалирующее предпочтение частично инкорпорировано в обе приведенные кривые, а частично отражено в расхождении между ними.

Большое достоинство этой модели состоит в том, что она использует переменные, поддающиеся количественному выражению. Котировки выступают как удобный представитель ситуации, к которой относятся предпочтения участников. В иных исторических процессах ситуацию, связанную с восприятием ее участников через когнитивную и воздействующую функции, более трудно определить и невозможно выразить количественно. Именно наличие удобного представителя делает фондовый рынок столь полезной лабораторией для изучения явления рефлексивности.

К сожалению, эта модель предлагает лишь частичное объяснение того, как определяются котировки. Понятие основного тренда было введено как замещающий термин для обозначения изменений в "фундаментальных условиях". Определения "фундаментальных условий" дано не было. Не было дано даже ответа на вопрос о том, как "фундаментальные условия" могут быть измерены. Чистые прибыли, дивиденды, оценка активов, движение наличности: все эти измерители имеют значение наряду со многими другими, но относительный вес каждого из них зависит от оценок инвесторов и, следовательно, подчиняется их предпочтениям. В иллюстративных целях мы можем использовать понятие чистой прибыли на акцию, но таким образом мы лишь уходим от вопроса, решить который аналитики по ценным бумагам пытались в течение долгого времени. Но для разработки теории рефлексивности отвечать на него здесь нам не потребуется.

Не зная ничего о фундаментальных условиях, мы можем, тем не менее, сделать несколько важных обобщений. Первое из этих обобщений состоит в том, что котировки фондового рынка должны в некоторой степени воздействовать на фундаментальные условия (чем бы таковые ни были) для того, чтобы их движение приняло вид подъемов-спадов. Иногда связь эта прямая, как в примерах, которые я буду использовать в настоящей главе, но в общем случае она является косвенной. Часто она позволяет ощутить свой эффект через политические процессы, такие, как изменения в налогообложении, законодательстве или в отношениях к вкладам и инвестициям.

Рефлексивная связь между котировками на фондовом рынке и преобладающим предпочтением возможна и в том случае, если фундаментальные условия остаются постоянными, но связь между ними становится интересной только в том случае, если фундаментальные условия также изменяются. При неизменности фундаментальных условий преобладающее предпочтение скорее всего будет быстро корректироваться, как мы можем видеть в ежедневных колебаниях рыночных котировок. Это предпочтение можно вполне справедливо игнорировать как несущественный шум. Именно на этом основана теория совершенной конкуренции и фундаменталистский метод анализа ценных бумаг. Напротив, в том случае, когда фундаментальные условия изменяются, не учитывать предпочтения нельзя, не внося серьезных искажений, поскольку предпочтения дают начало

процессу самоусиления/самокорректировки, который не оставляет неизменными ни котировки, ни фундаментальные условия, ни оценки участников.

Второе обобщение состоит в том, что оценка участниками фундаментальных условий содержит ошибку. Эта ошибка может быть: » незаметной на ранних стадиях, но она, скорее всего, проявится позже. Когда это происходит, создаются условия для поворота в преобладающем предпочтении. Если изменение предпочтения поворачивает основной тренд, процесс начинает, самоусиливаясь, развиваться в противоположном направлении. Что же представляет собой ошибка, как и когда она, скорее всего, проявится, — эти вопросы являются ключевыми для понимания последовательности подъем-спад.

Модель, которую я представил выше, была основана на этих двух обобщениях. Едва ли стоит подчеркивать, насколько груба эта модель. Тем не менее, ценность ее заключается в том, что она помогает установить важнейшие этапы последовательности подъем-спад. Ими являются: неосознанный тренд; начало самоусиливающегося процесса; успешное преодоление колебаний; растущая убежденность, приводящая к росту расхождения между ожиданиями и реальностью; ошибка в оценках; точка экстремума; самоусиливающийся процесс в обратном направлении. Уже само определение этих этапов позволяет нам глубже взглянуть на поведение котировок фондового рынка. Нам не следует ожидать большего от нашей элементарной модели.

В любом случае, рефлексивная модель не может заменить собой фундаментального анализа; все, на что она способна, — это ввести ингредиент, который в нем отсутствовал. В принципе, оба эти подхода можно примирить. Фундаментальный анализ стремится определить, каким образом реальная ценность акций отражается в их котировках, в то время как теория рефлексивности показывает, как складывающиеся котировки могут повлиять на реальную ценность. Одна из этих теорий представляет статическую картину, другая — динамическую.

Теория, предлагающая частичное объяснение динамики котировок на фондовом рынке, может быть очень полезной для инвестора, особенно если она раскрывает взаимоотношения, которых не могут уловить другие инвесторы. Инвесторы оперируют ограниченными средствами и ограниченными сведениями; **им** не нужно знать всего. Пока они понимают кое-что лучше, чем другие, — они в

преимущественном положении. Проблема с узко специализированным знанием любого рода состоит в том, что чья-либо область знаний может не представлять особого интереса, в то время как теория рефлексивности помогает выявить исторически значимые изменения котировок, и поэтому она проникает в самое существо вопроса.

Элементарная модель, которую я набросал выше, оказалась исключительно плодотворной для меня как для инвестора. Это может показаться удивительным, поскольку модель эта столь проста и столь хорошо отвечает давно примелькавшейся схеме фондового рынка, что можно предположить, что она хорошо знакома каждому инвестору. Однако это не так. Почему? Частичный ответ в том, что участники рыночного процесса были введены в заблуждение иной теоретической конструкцией, основанной на классической экономике и, что более важно, на естественнонаучном подходе. Прочно укоренился взгляд на котировки как на пассивное отражение некой реальности, лежащей в их основе, а не как на активный ингредиент исторического процесса. Этот взгляд просто неверен.

Любопытно, что ошибка эта признана еще не полностью. Тем не менее инвесторы осознают последовательность, которую я описал, и реагируют на нее, однако реагируют позже, чем тот, кто руководствуется соответствующей моделью и настороженно следит за критическими признаками, которые определяют форму кривой, описывающей изменения котировок. Вот что дало мне преимущество.

Впервые я систематически использовал мою модель в буме конгломератов в конце 1960-х гг. Это позволило мне получить выигрыш как при подъеме, так и при спаде котировок.

В основу бума конгломератов легло ошибочное убеждение, распространившееся среди инвесторов. Инвесторы стали придавать большое значение росту чистой прибыли на акцию, но не смогли оценить разницу в путях достижения такого роста. Некоторые компании смогли увеличить прибыльность акций путем новых приобретений. Как только рынок стал вознаграждать их за это, их задача стала более простой, поскольку они могли предлагать свои поднявшиеся в цене акции в уплату за приобретение новых компаний.

В теории процесс работает следующим образом. Предположим, что один и тот же внутренний процесс роста прибыльности про-

исходит во всех компаниях, но акции приобретающей компании продаются с удвоением кратного прибыльности\* по сравнению с компанией, которую она приобретает; если приобретающей компании удастся добиться двукратного роста, чистая прибыль, приходящаяся на одну ее акцию, вырастает на 50%, и соответственно возрастает темп роста компании.

На практике первые конгломераты начали с высокого внутреннего роста, что выразилось в высоком кратном прибыльности акций. Частично первопроходцы были компаниями высокой технологии, в значительной степени связанными с оборонной промышленностью, чей управляющий персонал пришел к заключению о том, что высокий внутренний рост этих компаний не может поддерживаться до бесконечности: Текстрон, Теледайн, Линг-Темко-Вогт (позднее LTV ЭлТиВи) — вот лишь некоторые из них. Они начали приобретать более обыденные компании, и с ускорением роста чистой прибыли на акцию кратное прибыльности возрастало, вместо того, чтобы снижаться. Их успех привлек подражателей, и в скором времени даже самые заурядные компании могли достигнуть высокого кратного прибыльности своих акций, пустившись в гонку приобретений. Например, большая часть доходов Огдена была получена от торговли металлическим ломом; тем не менее на пике своей цены акции его продавались по цене, в 20 раз превосходившей чистую прибыль по ним. В конце концов компаниям удавалось добиться высокого кратного прибыльности акций, просто пообещав эффективно использовать средства путем новых приобретений.

Управляющий персонал компаний разработал специальные методы бухгалтерского учета, преувеличивающие результативность приобретений. Кроме того, на приобретенных предприятиях вводились изменения, упрощающие производственные операции, ведущие к продаже основных фондов и сводящиеся лишь к увеличению итоговой прибыли, но эти изменения были менее значительными, чем влияние собственно факта приобретения на чистую прибыль на акцию.

Инвесторы отреагировали как индейцы, впервые хлебнувшие огненной воды. Сначала результаты работы каждой компании оценивались сами по себе, но вскоре конгломераты стали осознаваться как единая группа. Возникло новое поколение инвесторов, менеджеры так называемых свободных фондов, или "киллеры"\*,

которые были особым образом связаны с руководством конгломератов. Между ними была установлена прямая связь, и конгломераты напрямую размещали еще не зарегистрированные акции\*\* среди этих инвесторов. В конце концов конгломераты научились управлять ценами на свои акции так же успешно, как и прибыльностью по ним.

События следовали схеме, описанной в моей модели. Кратное прибыльности акций возрастало, и в конце концов реальность не могла уже оправдывать ожиданий. Все больше людей понимало несостоятельность концепций, на которых был основан бум, хотя они и продолжали играть в эту игру. Чтобы соответствовать взятому темпу, приобретения должны были расти и расти, и в конце концов их размеры наткнулись на предел. Кульминационным моментом была попытка Сола Стейнберга приобрести Кэ-микэл Бэнк: после долгой борьбы регулирующим органам удалось предотвратить сделку.

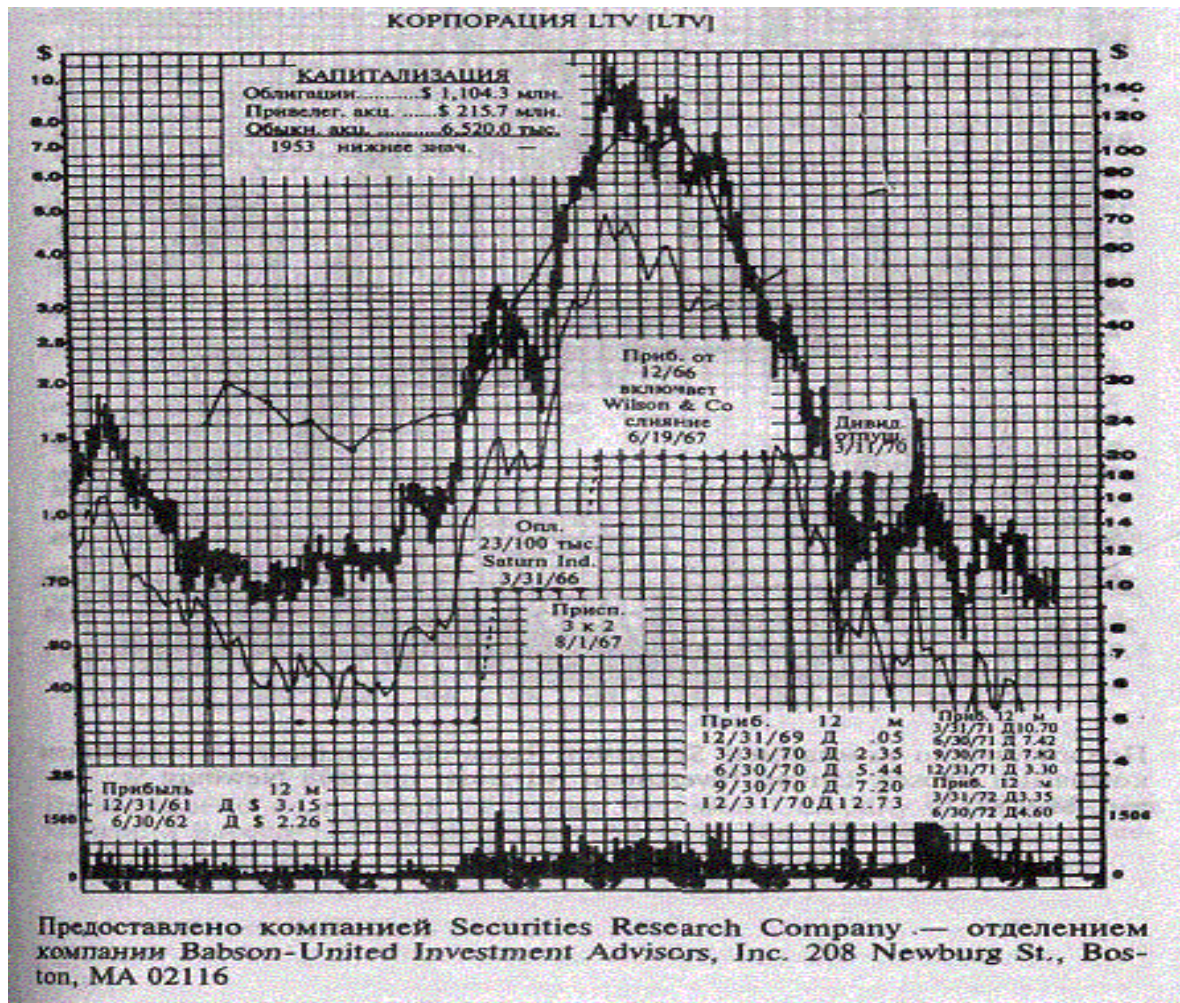
Когда цены на акции начали падать, спад ускорял сам себя. Благоприятное влияние приобретений на прибыльность на акцию уменьшилось и в итоге делать новые приобретения стало бессмысленно. Стали проявляться внутренние проблемы, которые были замечены под ковер в течение периода быстрого внешнего роста компаний. Отчеты о прибылях содержали в себе неприятные сюрпризы. Иллюзии инвесторов рассеялись, а управленческий персонал столкнулся со своим собственным кризисом;

после опьянения успехами лишь немногие согласны были снова тянуть лямку повседневного управления компанией. Ситуация усугублялась депрессией, и многие высоко взлетевшие конгломераты в буквальном смысле распались.

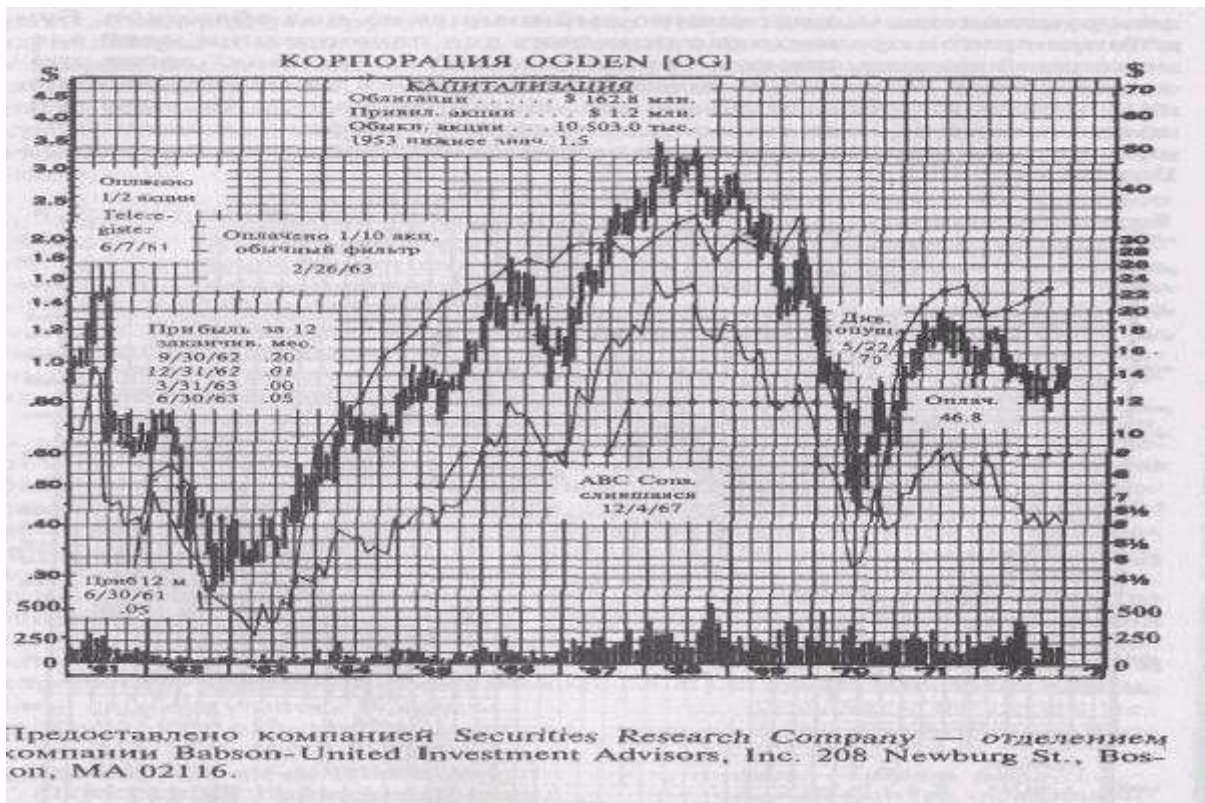
Инвесторы готовы были поверить в худшее, и в некоторых случаях действительно случилось самое худшее. В других реальность оказалась не столь печальной, как ожидалось, и в конце концов ситуация стабилизировалась, а компании, пережившие этот период, часто уже под новым руководством, постепенно выбирались из-под обломков. Бум конгломератов превосходно подходит для иллюстрации моей элементарной модели, так как "фундаментальные условия" легко просчитываются. Инвесторы принимали решения на основе сообщений о чистой прибыли на акцию. Невзирая на всю бессмысленность этих цифр, они

позволяют построить графики, в значительной степени соответствующие моему теоретическому прототипу. Вот они:

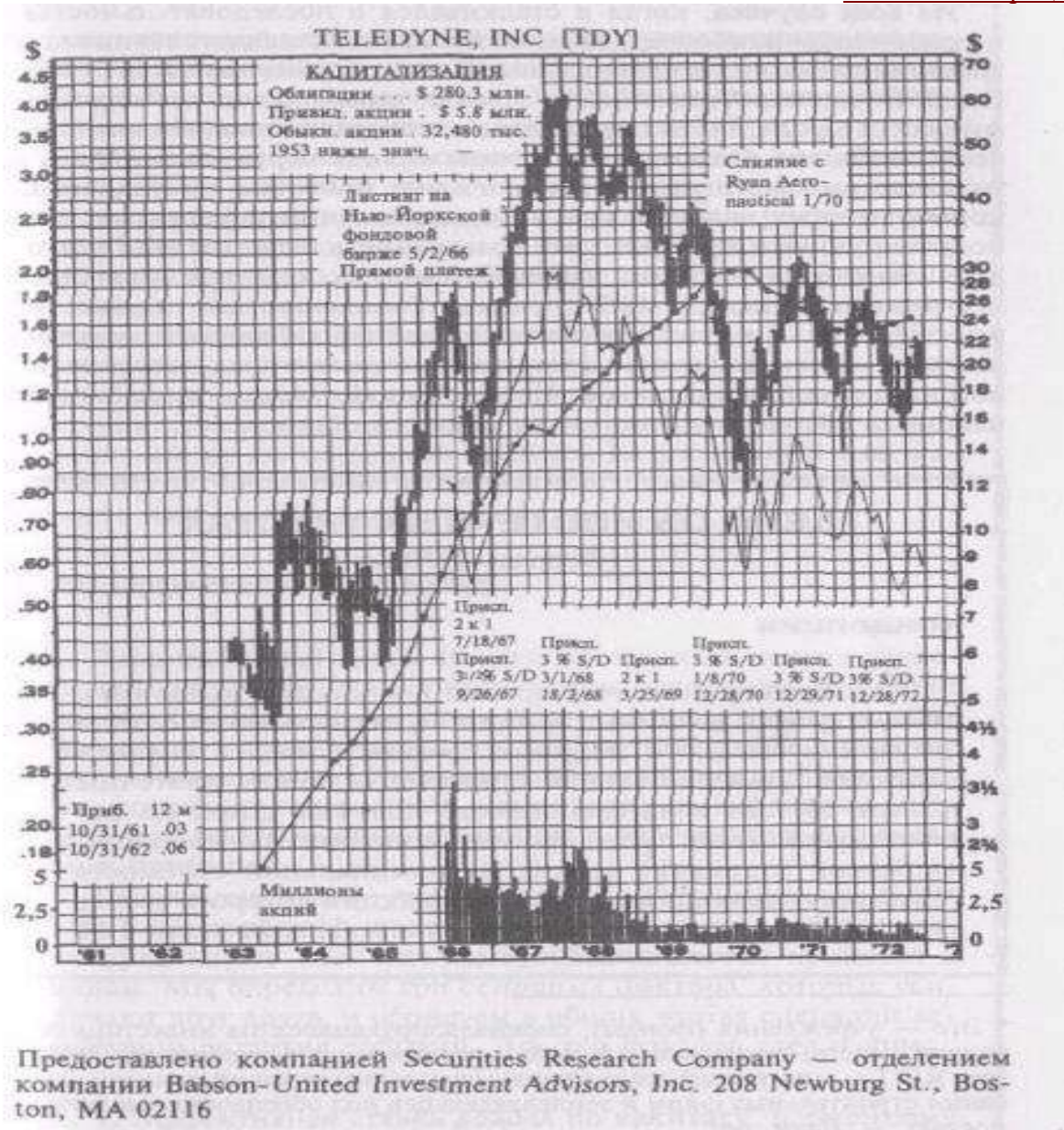
### КОРПОРАЦИЯ LTV [LTV]



Предоставлено компанией Securities Research Company — отделением компании Babson-United Investment Advisors, Inc. 208 Newburg St., Boston, MA02116







Из всех случаев, когда я сталкивался с последовать юностью подъем-спад, наиболее документированным является эпизод с трастами вложений в недвижимость, так называемыми **REIT (Real Estate Investment Trusts)\*!** Эти трасты, являющиеся корпорациями особого рода, были порождены некоторыми Положениями законодательства. Основная их отличительная черта заключалась в том, что они могли распределять свою прибыль, не уплачивая корпоративных налогов, при условии, что они распределяют всю полученную ими прибыль. Эта возможность была создана благодаря одному положению законодательства, которое оставалось

неиспользованным до 1969 г., когда было основано множество этих **REIT'ов**. Я застал момент создания таких фондов и, основываясь на своем недавнем опыте с конгломератами, осознал **их** потенциал в области подъема-спада. Я опубликовал отчет, основная часть которого выглядела следующим **образом**:

## ДЕЛО ОБ ИПОТЕЧНЫХ ТРАСТАХ

(Февраль 1970 г.)

### **Концепция**

*С поверхностной точки зрения ипотечные трасты напоминают фонды взаимных вложений, образованные с целью получения высокого текущего дохода\*\***, но эта аналогия ошибочна. Действительная привлекательность ипотечных трастов состоит в их способности получать доход по вложенному капиталу путем продажи дополнительных акций с надбавкой (премией) против их номинальной стоимости. Если траст, номинальная стоимость акции которого составляет 10 долл., а доход на акционерный капитал равен 12%, удваивает свой акционерный капитал путем **продажи** дополнительных **акций по** цене 20 долл., номинальная **стоимость** каждой акции повышается до 13.30 долл., а чистая **прибыль по** одной акции **вырастает** с 1.20 долл. до 1.60 долл. Инвесторы готовы покупать акции по цене с надбавкой вследствие **высокого** процентного дохода по вложенному капиталу и благодаря **ожида! иям** дальнейшего **роста** чистой прибыли на акцию. **Чем** больше надбавка, **тем** проще трасту оправдывать эти ожидания. **Процесс** является самоусиливающимся, **Как только** он начинается, траст может продемонстрировать стабильный рост чистой прибыли на акцию, несмотря на то, что **он** распределяет практически всю свою прибыль в качестве дивидендов. **Инвесторы**, достаточно **рано** вступившие в **этот** процесс, могут получить совокупный выигрыш от значительной прибыли на вложенный ими капитал, от увеличения **номинальной** стоимости акций и от роста надбавок над **номиналом**.***

### **Аналитический подход**

*Традиционный метод анализа вложений в ценные бумаги состоит в том, чтобы попытаться предсказать будущий ход прибылей, а затем оценить котировки, которые инвесторы **могут** согласиться платить при этих прибылях. Этот метод неприменим при анализе вложений в ипотечные трасты, поскольку приемлемая*

для инвесторов продажная цена **акций** является важным фактором в определении будущего **хода** прибылей.

**Вместо** отдельного прогнозирования возможного в будущем **хода прибылей и возможных** котировок **мы** попытаемся предсказать весь ход **самоусиливающегося** процесса в целом. Мы определим **три основных** фактора, которые усиливают друг друга, и **обрисуем** в общих чертах сценарий вероятного **развития** событий. Эти три фактора следующие:

1. Эффективная ставка дохода по капиталу, **вложенному в ипотечный траст**.
2. Темп роста **ипотечного** траста.
3. Признание у инвесторов, например, когда большое число инвесторов готово платить при данном темпе роста чистой прибыли на акцию.

### **Сценарий**

*Действие первое:* В настоящее время реальный доход по строительным ссудам является оптимальным. Процентные ставки высоки, а потребности находятся на достаточно низком уровне. Существует сдерживаемый спрос на жилье, и новые дома легко продаются. Средств не хватает, так что проекты, которые действительно начинают осуществляться, экономически хорошо обоснованы. Строительные компании, все еще занимающиеся этим видом бизнеса, стали более крупными и более надежными, чем по окончании жилищного бума.

Кроме того, они прилагают все усилия к скорейшему завершению строительства, поскольку деньги стоят очень дорого. Нехватка рабочей силы и материалов вызывает неудачи и задержки, но рост цен позволяет ипотечным трастам выполнять свои обязательства без потерь.

Деньги дороги, а дополнительные источники промежуточного финансирования немногочисленны. Признание инвесторами концепции ипотечных трастов развито в достаточной степени для того, чтобы допустить создание новых трастов и быстрый рост уже существующих. Самоусиливающийся процесс начинается

*Действие второе:* Если инфляция резко снизится, в тот момент, когда это случится, реальный доход по строительным ссудам упадет. С другой стороны, возникнет жилищный бум, и банковские кредиты будут предлагаться с выгодными процентными ставками. При более высоком отношении объемов заемного капитала к собственному процентная ставка дохода на акционерный

капитал может быть сохранена на прежнем уровне, невзирая не пониженный реальный доход. Вместе с ростом рынка и признания у инвесторов продажная надбавка к номинальной стоимости акций может продолжать расти. Скорее всего, ипотечные трасты используют все преимущества, которые даст им эта надбавка, и продемонстрируют как увеличение своих объемов, так и быстрый рост чистой прибыли на акцию. Поскольку вступление на это поле деятельности практически не ограничено, количество ипотечных трастов также увеличится. Действие третье: Самоусиливающийся процесс будет продолжаться до тех пор, пока ипотечные трасты не захватят значительную часть рынка строительных ссуд. Растущая конкуренция заставит их браться за более рискованные проекты. Строительная деятельность как таковая станет более спекулятивной, и объем непогашенных ссуд будет расти. В конце концов, жилищный бум ослабнет и в различных районах страны возникнет излишек жилья, сопровождающийся стагнацией на рынке недвижимости и временным понижением цен на недвижимость. В этот момент у многих ипотечных трастов число неоплаченных ссуд в их портфелях станет расти, а банки поднимут тревогу и потребуют выплаты задолженностей.

Действие четвертое: Разочарование инвесторов повлияет на курсы акций всех фондов такого рода, понижение надбавки на акцию в сочетании с замедлением роста фондов, в свою очередь, замедлит рост чистой прибыли на акцию. Кратное прибыльности акций уменьшится, и ипотечным трастам придется пройти через период потрясений. После этого в указанной области наступит более зрелый период: новичков будет немного, могут быть введены новые правила регулирования, а существующие трасты будут расти более умеренными темпами.

### **Оценка**

Период потрясений — дело далекого будущего. До его начала ипотечные трасты многократно вырастут в объемах, а акции ипотечных трастов сильно вырастут в цене. Это не та опасность, которой следует бояться инвесторам в настоящее время. Единственная реальная опасность в настоящее время заключается в том, что самоусиливающийся процесс может вообще не начаться. При действительно серьезном упадке на фондовом рынке инвесторы могут вообще не выразить

*желание покупать с надбавкой акции, даже приносящие 12% дохода на акционерный капитал. Мы сомневаемся в том, что условия сложатся именно таким образом; мы более склонны считать, что создастся положение, при котором доход в 12% будет более исключительным, чем в недавнем прошлом, и что самоусиливающиеся процессы последних лет, в значительной степени связанные с конгломератами и компаниями, предоставляющими в аренду компьютеры, вступят в эру потрясений.*

*Если самоусиливающийся процесс все-таки начнется, держатели акций трастов, находящихся под квалифицированным управлением, смогут получить значительный совокупный выигрыш от высокого уровня дохода по вложениям, от роста объявленной стоимости акции и от повышения разницы между продажной и объявленной ценой.. Потенциал возможного роста капитала имеет тот же порядок, что и в начале любого из самоусиливающихся процессов, имевших место в недавней истории фондового рынка.*

---

Мой отчет имел интересную историю. Он был опубликован в то время, когда менеджеры свободных фондов терпели значительные убытки вследствие коллапса конгломератов. Поскольку они обладали правом участвовать в прибылях своих фондов, но не обязаны были участвовать в убытках, они были склонны хвататься за все, что улило быструю прибыль. Они интуитивно поняли, как работает самоусиливающийся процесс, поскольку только что приняли участие в одном из них, и горели желанием вступить в игру. Реакция на отчет была потрясающей, причем степень этого я осознал лишь, когда мне позвонили из одного банка в Кливленде и попросили овую копию, поскольку их экземпляр столько раз перекопировал- я на ксероксе, что читать его было уже невозможно. В то время /шествовало лишь несколько ипотечных трастов, но акции их поль- звались таким спросом, что примерно за месяц цена их практичес- и удвоилась. Спрос породил предложение, и целый поток новых миссий наводнил рынок. Когда стало очевидным, что поток новых поточных трастов неиссякаем, цены упали почти так же быстро, как и поднялись. Очевидно, что читатели моего отчета, не приняли э внимание легкости проникновения на рынок новых компаний, о их ошибка была в скором времени исправлена. Тем не менее их зодушевление помогло начаться

самоусиливающемуся процессу, писанному в отчете. Последующие события следовали схеме, описанной в отчете. Возник бум на акции ипотечных трастов, не только сильный, как после публикации отчета, но оказавшийся более продолжительным. Я сделал серьезные вложения в ипотечные трасты и получил некоторую прибыль, когда реакция на мое исследование превзошла мои ожидания. Но мой успех поднял меня на высоту, достаточную для того, чтобы я попал в нисходящий поток вместе со значительным запасом ценных бумаг. Я продолжал вести свою работу и даже увеличил объем вложений. Я был тесно связан с этой отраслью около года и продал свои акции с большой прибылью. Затем я полностью потерял связь с этой группой компаний с тех пор, пока, по прошествии нескольких лет, не начали появляться проблемы. Я подвергся искушению сделать ставку на повышение, но не решался, поскольку не был более знаком с новым руководством. Тем не менее, когда я перечитал отчет, написанный мною за несколько лет до того, мои собственные предсказания предвещали мне. Я решил при первой же возможности сделать ставку на понижение акций этой группы компаний без особых предсуждений. Более того, в то время как акции падали, я придерживаясь той же позиции и делал дополнительные ставки на понижение, сохраняя один и тот же уровень риска потерь. Мои первоначальные прогнозы оправдались, и большинство **REIT'ов** разорилось. В результате по моим ставкам на понижение я получил более 100% прибыли — при кажущейся невозможности этого, поскольку максимальная прибыль по ставкам на понижение составляет 100%. (Объясняется это тем, что я продолжал продавать дополнительные акции.)

Самоусиливающиеся/самоуничтожающиеся циклы, такие, как бум конгломератов или ипотечных трастов, не возникают каждый день. Существуют долгие спокойные периоды, когда специалист по таким циклам остается не у дел. Однако голодать ему не придется. Расхождение между основным трендом и признанием его инвесторами сохраняется всегда, и чуткий инвестор может воспользоваться этим. Возникают новые отрасли или старые начинают вновь пользоваться спросом. Как правило, сначала это не получает должной оценки. Например, когда, после долгого спада, расходы на оборонную промышленность в начале 1970-х годов стали расти, то оставались всего два или три аналитика, которые продолжали следить за этой отраслью, хотя она все еще играла значительную роль в экономике.

Те, кто остались, были слишком деморализованы для того, чтобы осознать возникновение нового важного тренда. Это был прекрасный момент для вложений в оборонную промышленность. Некоторые акции высокотехнологичных оборонных предприятий еще ни разу не оценивались аналитиками, как, например, акции компании E-Системс Инк., а многие известные компании переживали тяжелые дни, пытаясь расширить сферу деятельности и выйти за пределы оборонной области, как Сандерс Ассошиейтс, или были замешаны в скандальные истории, пытаясь продавать самолеты с помощью взяток, как Нортроп и Локхид. В случае с акциями оборонных предприятий самоусиливающийся процесс не возник, но признание инвесторов, несомненно, помогло котировкам акций. Фактически, предпочтения инвесторов лишь в редких случаях оставляют фундаментальные условия совершенно неизменными. Даже в событиях с акциями оборонных предприятий преобладающее предпочтение сыграло свою роль, хотя в этом случае роль его была негативной. Компании Локхид пришлось воспользоваться помощью государства, а таким компаниям, как Сандерс Ассошиейтс — реструктурировать свои долги путем продажи конвертируемых облигаций по ценам, которые в ретроспективе оказались очень низкими. Только когда негативное предпочтение было преодолено, последовала очень небольшая обратная реакция: компании не очень нуждались в дополнительном капитале и их менеджеры, обжегшись однажды, с опаской смотрели на расширение сферы деятельности и за пределы оборонной области. Были и исключения, такие, как Юнай-тед Эйркрафтс, но предпочтения инвесторов не смогли стать позитивными настолько, чтобы позволить начаться самоусиливающемуся процессу: многие приобретения компания Юнайтед Эйркрафтс делала за денежные средства, а те приобретения, которые были сделаны с привлечением акций, не привели к значительному росту прибыли на акцию. В результате образовалась более крупная диверсифицированная компания, но акции ее не пережили ни подъема, ни спада. Вероятно, наиболее интересный случай негативного предпочтения имел место с акциями технологических предприятий. После кризиса на фондовом рынке в 1974 г. инвесторы опасались любой компании, нуждающейся в увеличении акционерного капитала за счет внешних источников. Распределенная обработка данных тогда только лишь начинала развиваться. Новые компании, такие, как

Датапойнт и Фор-Фейз, были в авангарде, а АйБиЭм сильно отставала.

Практически рост рынка был стремительным, как взрыв, но эти небольшие компании были парализованы из-за их неспособности привлечь средства. Акции продавались из расчета низких кратных ожидаемой прибыльности, и основной аргумент против них заключался в том, что они не смогут расти достаточно быстро для того, чтобы удовлетворить спрос, и в итоге на рынок выйдет АйБиЭм. Довод оказался верным, но это случилось только после того, как эти компании стали крупными и процветающими, а инвесторы стали готовы выбрасывать свои деньги на покупку акций этих компаний из расчета высоких кратных. Те, кто проявил настойчивость в борьбе с негативным предпочтением, были щедро вознаграждены. По мере того, как различные ниши, занятые этими малыми компаниями, срастались в крупный рынок, большинство из них было поглощено более крупными, а тем, что остались независимыми, пришлось пережить тяжелые дни. Компания Датапойнт в настоящий момент ищет пристанище при значительно более низком кратном прибыльности акций. Компанию Фор-Фейз недавно приобрела корпорация Моторола, отдав за нее свою "последнюю рубашку". Если бы первоначальная реакция рынка на компании распределенной обработки данных была более позитивной^ возможно, что некоторые из достаточно рано вступивших на рынок компаний значительно выросли бы и смогли бы пережить кризис, подобно тому, как первая волна производителей микрокомпьютеров, породила несколько жизнеспособных компаний, таких, как Диджитал Эквипмент или Дэйта Дженерал. Негативное предпочтение периода 1975—76 гг. дало начало противоположной крайности. Оно нашло выражение в буме венчурного капитала, пик которого пришелся на второй квартал 1983 г. Последовательность событий не вырисовывалась так четко, как в случае с REIT'и, но лишь потому, что область высоких технологий не является столь же однородной отраслью. Здесь можно наблюдать точно такое же рефлексивное взаимодействие между котировками акций, превалирующим предпочтением и фундаментальными условиями, но для того, чтобы проследить ход событий, требуются гораздо более специализированные знания.

Доступность венчурного капитала на привлекательных условиях привела к возникновению большого числа новых венчурных предприятий. Каждой из вновь



образованных компаний требовалось как оборудование, так и запасы материалов, так что промышленность электронного машиностроения переживала настоящий бум, так же как и производители компонентов и изделий. Электронная промышленность является крупным потребителем своей собственной продукции, так что бум этот был самоусиливающимся. Но возникновение большого числа новых компаний усилило конкуренцию. Лидирующие компании потеряли свое положение на рынке, поскольку была предложена продукция нового поколения. Те, кто в этих компаниях отвечал за разработку такой продукции, оставили свои посты и основали собственные новые компании. Вместо роста компаний, параллельного росту всей отрасли, рост отрасли шел за счет увеличения числа компаний. Инвесторы не смогли осознать этот тренд; в результате акции технологических компаний вообще, и в особенности вновь выпущенные ценные бумаги, были значительно завышены в ценах.

Бум новых эмиссии достиг пика во втором квартале 1983 г. Затем цены начали падать, продать удавалось все меньшее количество акций, и в итоге венчурные капиталисты стали менее склонны идти на риск. По мере того, как стало создаваться все меньшее число новых компаний, а капитал существующих исчерпывался, рынок технологических продуктов испытал падение курсов. Конкуренция усилилась, а прибыльность упала. Процесс стал самоуничтожающимся, и нижняя точка в его развитии, вероятно, все еще не достигнута\*.

\* P.S. Февраль, 1987: После начала недавнего резкого оживления рынка это утверждение стало неверным. — *Прим. авт.*

Бум венчурных вложений не был единственной причиной последующих потрясений — сильный доллар и рост конкуренции со стороны Японии были, по меньшей мере, столь же важны, — но очевидно, что котировки акций оказали влияние на "фундаментальные условия" при своем движении в обоих направлениях.

Основное отличие последовательности событий бума конгломератов и REIT'ов от бума венчурных вложений состояло в том, что в первых двух случаях основной тренд как таковой базировался на использовании предпочтений инвесторов, в то время как в третьем случае это было не так. В случае с конгломератами идея

состояла в том, чтобы приобретать компании за завышенные в цен • акции; в случае с REIT'и — в том, чтобы привлекать займы под залог капитала. Идея, стоящая за последним поколением технологических продуктов, не имела ничего общего с фондовым рынком.

Чтобы понять, что стоит за взлетами и падениями котировок акций технологических компаний, нам необходимо ознакомиться с лежащими в их основе трендами технологии; в случае с конгломератами или REIT'и нам не требовалось почти ничего, кроме знания теории рефлексивности.

Важно, однако, понимать, что знать все об основных трендах в технологии — недостаточно для объяснения процесса взлетов и падений котировок акций технологических компаний: рефлексивное взаимодействие между основными трендами, преобладающими предпочтениями и котировками также требует понимания. Совместить понимание этих двух типов процессов необычайно трудно. Тот, кто хочет ознакомиться с технологией, должен постоянно пристально следить за одной отраслью промышленности; тот, кто стремится использовать расхождение между восприятиями и реальностью, должен переходить от одной группы компаний к другой. Многим экспертам в области технологии рефлексивность незнакома — и они стремятся все время делать полномасштабные вложения. Их популярность и влияние возникают и исчезают, как в рефлексивной модели. После недавнего падения котировок акций технологических компаний, кажется, возникает новое поколение аналитиков, которые особенно чувствуют важность восприятию инвесторов. После достаточно длинного интервала становится вновь возможным, что противодействие преобладающему предпочтению и вложение средств в акции технологических компаний на основе выводов о фундаментальных трендах могут снова принести прибыль.

Я всегда испытывал многочисленные трудности при вложениях в акции технологических компаний, поскольку здесь требуются специальные знания. Наконец, в 1975 г. мне удалось хорошо ознакомиться с компьютерной промышленностью и получить прибыль при использовании негативного преобладающего предпочтения. Я сохранял свои акции на протяжении нескольких лет, но затем продал их и потерял контакт с этой отраслью. В 1981 г. я совершил ошибку и не принял участия в фонде венчурного капитала, руководимом одним из

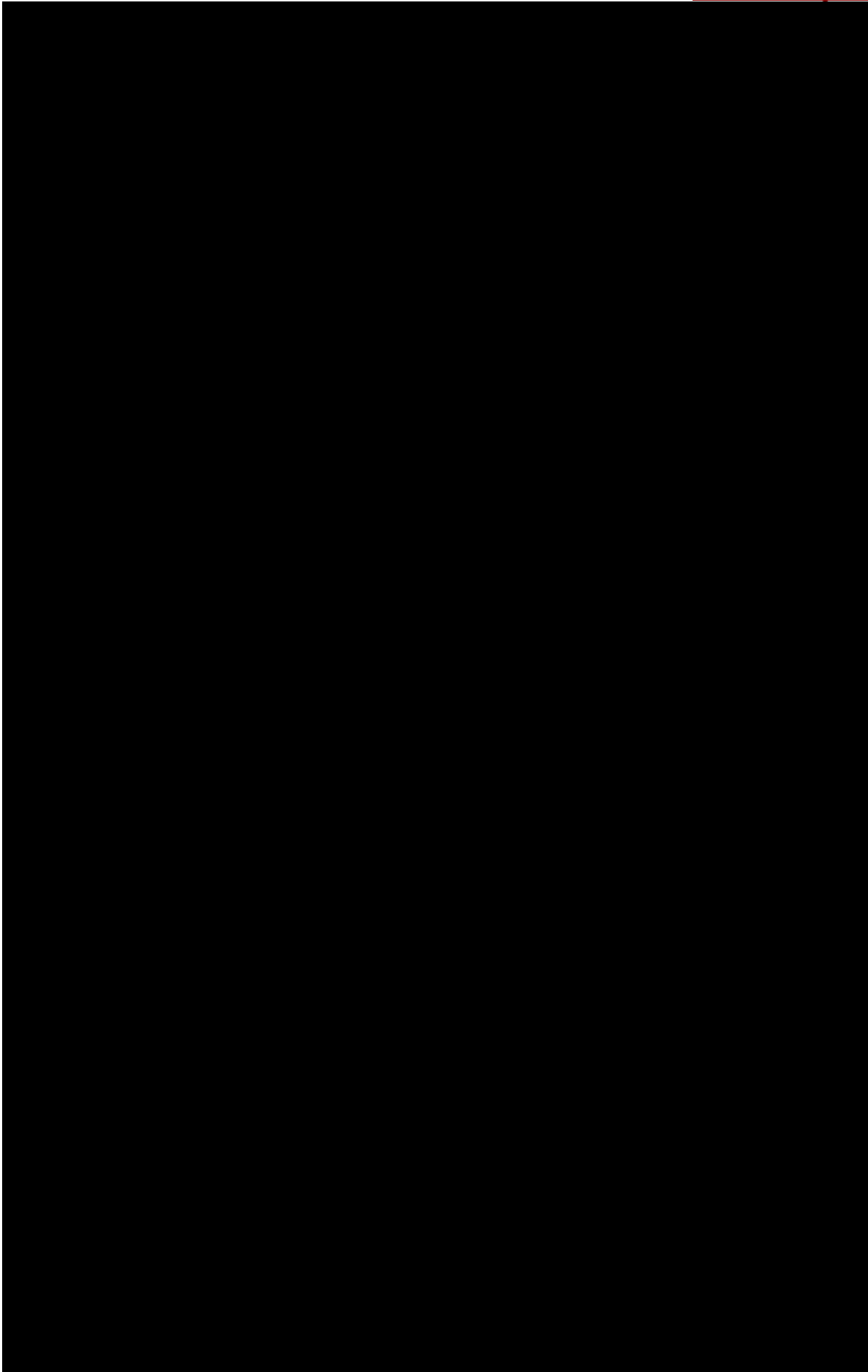
наиболее удачливых венчурных капиталистов того периода, полагая, что начавшийся бум не продлится достаточно долго, чтобы инвесторы смогли своевременно выйти из фонда. При этом я был, несомненно, под влиянием, ошибочных выводов о развитии ситуации в целом. В любом случае, к 1983 г. его инвесторы получили значительную прибыль. К этому моменту я уже окончательно утратил связь с акциями технологических компаний, и этот бум прошел мимо меня. Даже события, связанные с конгломератами или с **REIT'и**, не были абсолютно независимыми от внешних условий. Внешние события, такие, как уровень экономической активности, законодательные акты или отдельные события (например, попытка взятия под контроль Кэмикэл Бэнк), сыграли критически важную роль в буме конгломератов. В менее "чистых" последовательностях событий влияние внешних обстоятельств еще более значительно.

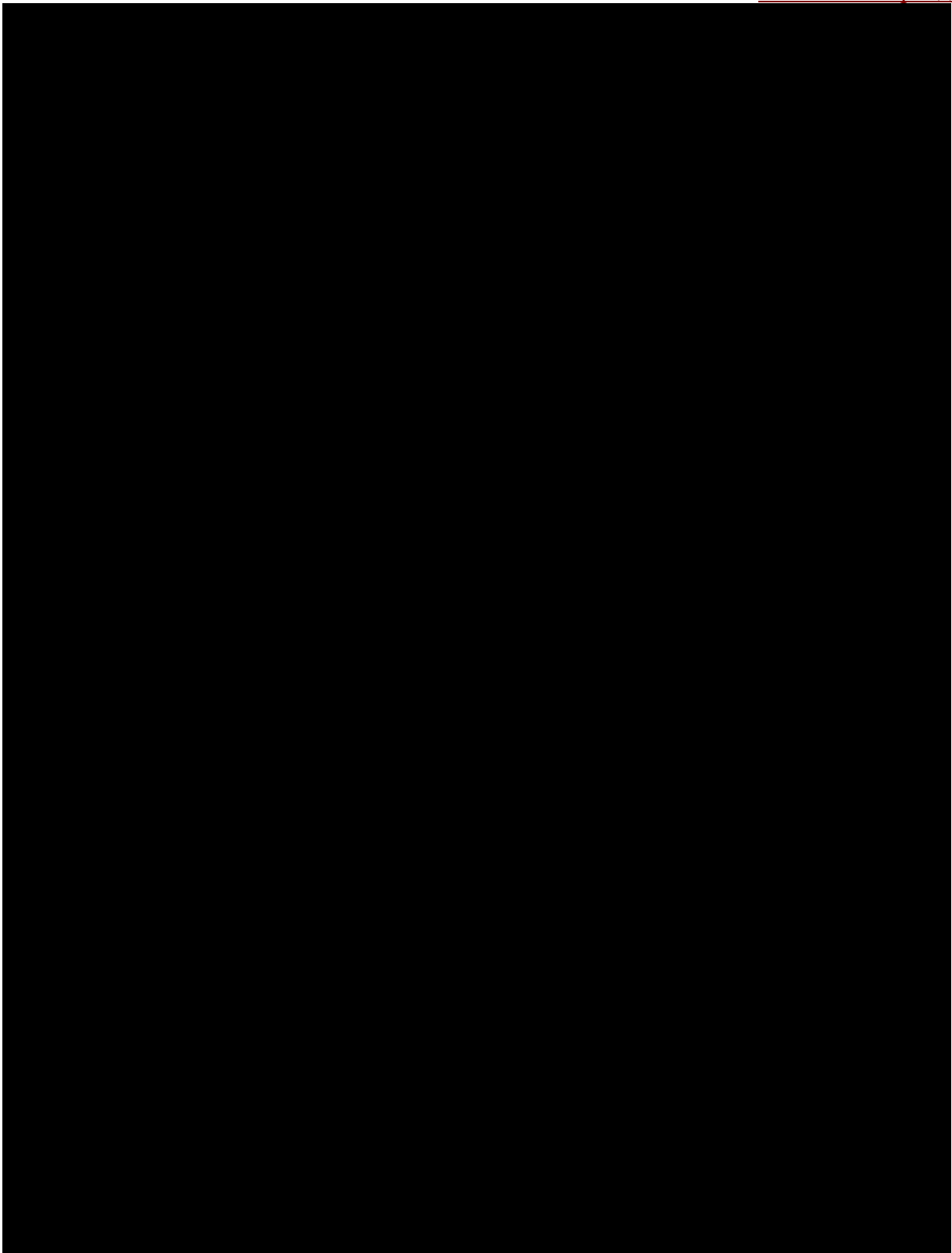
В настоящее время мы находимся в середине еще одного самоусиливающегося/самоуничтожающегося процесса, который войдет в историю как мания слияний компаний 1980-х годов. Вместо вздутых в цене акций валютой служит наличность. Объемы операций давно уже многократно превысили имевшие место при буме конгломератов. Мания слияний является лишь одним элементом в продолжающейся исторической драме, последствия которой выходят далеко за пределы фондового рынка и касаются политики обменных курсов, денежно-кредитной и финансово-бюджетной политики, резких изменений в налоговом законодательстве, международного движения капитала и многих других процессов. Я попытаюсь раскрыть суть происходящей в настоящее время исторической драмы, но это не так легко, как анализировать более или менее самодовлеющие процессы подъема-спада. Более масштабная картина полна рефлексивных взаимодействий и нерелексивных фундаментальных трендов. Нам требуется более сложная модель,, которая допускала бы переход от одной последовательности подъем-спад к другой, а также сосуществование нескольких рефлексивных процессов одновременно.

Прежде чем я возьмусь за столь грандиозное предприятие, я хотел бы рассмотреть другой рынок, для которого характерны круг благоденствия и порочный круг: валютный рынок.

- 1\* Право купить или продать определенную партию ценных бумаг по определенной цене в течение определенного периода времени. Опцион покупается за определенную премию и представляет самостоятельный финансовый инструмент, обращающийся на рынке. — *Прим. ред.*
- 2\* Earnings per share (или EPS) — чистая прибыль компании после уплаты налогов, дивидендов по привилегированным акциям, и платежей по займам в расчете на одну обыкновенную акцию. — *Прим. ред.*
- 3\* Англ. earnings multiple (иногда употребляют просто слово multiple) — кратное прибыльности, т.е. отношение рыночной цены акции к ее чистой прибыльности (earnings per share, EPS). По-русски эту величину в литературе называют также отношением цена-доход (price-earnings ratio) или отношением P/E. Русская терминология не вполне установилась. — *Прим. ред.*
- 4\* В оригинале go-go fund managers, or gun slingers. — *Прим. ред.*
- 5\* Letter Stock — "домашние" акции — специальный выпуск обыкновенных акций, которые корпорации разрешается продавать без регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) небольшой группе инвесторов. Покупатель должен подписать письмо о намерениях, заявляющее, что покупаемые акции предназначены для-инвестирования и не будут проданы. Выпускаются также "домашние" облигации — Letter Bonds.
- 6\* Это — учреждения (фонды), специализирующиеся на инвестициях в недвижимость, ипотечном кредите, операциях по доверенности. Mortgage REIT — ипотечный траст (фонд), специализирующийся на кредитовании строительных фирм и землевладельцев под обеспечение **недвижимостью**. — *Прим. ред.*
- 7\* Current yield или flat yield — текущий доход по ценным бумагам (в отличие от дохода **при** погашении или перепродаже): отношение годового дивиденда или суммы процентов к **рыночной** цене **бумаги**. — *Прим ред.*







[К оглавлению](#)

[Назад](#)

### **3. Рефлексивность на валютном рынке**

В то время как на фондовом рынке рефлексивные взаимодействия появляются лишь периодически, на рынке валют они присутствуют постоянно. Я попытаюсь показать, что свободно плавающие обменные курсы по своей природе

нестабильны, более того, нестабильность эта накапливается, так что в конце концов крах системы свободно плавающих обменных курсов практически неизбежен.

Традиционный взгляд на валютный рынок заключается в том, что он стремится к состоянию равновесия. Завышенный курс валюты способствует увеличению импорта и снижению экспорта до тех пор, пока не восстановится состояние равновесия. Аналогичным образом усиление положения в конкурентной борьбе выражается в возрастающем обменном курсе, что сокращает торговое активное сальдо, так что снова восстанавливается равновесное состояние. Спекуляции не могут изменить тренда к равновесию — если игроки на валютной бирже правильно представляют себе будущее, они усиливают этот тренд; если же они совершают ошибки, основной тренд накажет их, так как он хотя и может быть приостановлен, но впоследствии неизбежно возьмет верх.

Опыт, накопившийся с момента введения в 1973 г. плавающих обменных курсов, опроверг эту точку зрения. Вместо того, чтобы фундаментальные условия определили обменные курсы, обменные курсы нашли способ влиять на фундаментальные условия. Например, высокий обменный курс подавляет инфляцию: зарплаты остаются стабильными, а цены на импортные товары падают. Если экспортные товары содержат в себе большую долю импортных компонентов, страна может оставаться конкурентоспособной в течение практически неограниченного периода времени, невзирая на постоянное повышение обменного курса ее валюты, что Германия продемонстрировала в 1970-х гг. В действительности же взаимодействие между внутренним показателем инфляции и международным обменным курсом не является однонаправленным, а носит круговой характер. Изменения в одном могут предшествовать изменениям в другом, но не имеет смысла рассматривать одно как причину, а другое как следствие, поскольку они взаимно усиливают друг друга. Более приемлемо было бы говорить о порочном круге, когда валюта падает, а инфляция ускоряется, и о круге благоденствия, когда происходит обратное.

Порочный круг и круг благоденствия очень далеки от состояния равновесия. Тем не менее, они могут привести к состоянию, ответственному состоянию равновесия, если рефлексивное, взаимно самоусиливающееся взаимодействие может поддерживаться в течение неограниченного времени. Но этого не происходит. Как

правило, чем меньше длится самоусиливающийся процесс, тем более уязвимым он становится. В конце концов он развивает тенденцию к обратному движению и дает начало самоусиливающемуся процессу в противоположном направлении. Полный цикл характеризуется значительными колебаниями не только в обменных курсах, но и в процентных ставках, уровне инфляции и/или уровне экономической активности.

Предпочтения участников вносят в систему элемент нестабильности. Если бы система имела врожденную тенденцию к равновесию, предпочтения участников не смогли бы нарушить ее в худшем случае они могли бы привести к некоторым случайным краткосрочным колебаниям. Но когда каузальные связи являются рефлексивными, предпочтения участников могут породить, поддержать или разрушить порочный круг или круг благоденствия. Кроме того, превалирующие предпочтения начинают жить собственной жизнью и становятся одной из составных частей кругового взаимодействия. Они находят выражение в спекулятивных перемещениях капитала, которые могут служить противовесом дисбаланса в торговле, что позволяет положительному или отрицательному торговому сальдо превысить как в объеме, так и в продолжительности, уровень, который мог бы поддерживаться при отсутствии превалирующих предпочтений. Когда это происходит, спекуляции оказываются дестабилизирующим фактором. Международное движение капитала, как правило, следует схеме самоусиление/самоуничтожение, сходной с той, которую мы привели для фондового рынка. Но модель, использованная нами для иллюстрации динамики котировок акций, не может быть применена к валютным рынкам без значительных модификаций. Рассматривая фондовый рынок, мы сосредоточили свое внимание на рефлексивном взаимодействии между двумя переменными: котировки акций и единственный основной тренд. Мы пытались построить простейшую возможную модель и для достижения своих целей стремились упростить намного более сложную реальную картину. На рынке валют мы не сможем обойтись лишь двумя переменными; даже простейшая модель требует семи или восьми. Мы выбрали четыре рейтинговых переменных и четыре количественных, а именно:



$e$  — номинальный обменный курс (количество единиц иностранной валюты на одну единицу внутренней валюты;  $\uparrow e$  = укрепление курса)

$i$  — номинальная процентная ставка

$p$  — соотношение внутреннего и иностранного уровня цен ( $\uparrow p$  = рост внутренних цен, опережающий иностранный, и наоборот)

$v$  — уровень экономической активности

$N$  — неспекулятивное движение капитала

$S$  — спекулятивное движение капитала

$T$  — торговый баланс

$B$  — государственный бюджет

$\uparrow$  = рост вывоза капитала  
 $\downarrow$  = рост ввоза капитала  
 $\uparrow$  = избыток  
 $\downarrow$  = дефицит

[Библиотека трейдера](#)

Наша задача состоит в том, чтобы установить, как эти переменные соотносятся друг с другом. Мы не станем пытаться проанализировать

все взаимоотношения, а ограничимся лишь теми, которые необходимы для построения простых моделей. Иными словами, мы не ставим своей задачей построение общей теории, а хотим сосредоточиться лишь на частичном объяснении динамики валютных средств. Нашей основной целью является обменный курс, и мы используем остальные переменные лишь по мере необходимости. Мы не будем давать численного выражения переменным; а будем лишь обозначать направление их изменения (стрелка вверх, стрелка вниз) или сравнивать их величину ( $>$ ,  $<$ ).

Прежде чем начать рассмотрение вопроса, необходимо сделать два общих замечания. Одно из них заключается в том, что взаимоотношения, как правило, являются круговыми, т.е. переменные могут служить как причиной, так и следствием по отношению к другим переменным. Мы будем обозначать причинно-следственную связь с помощью горизонтальной стрелки ( $\Rightarrow$ ). Еще один важный момент заключается в том, что взаимоотношения между переменными не должны быть внутренне непротиворечивыми;

Именно противоречия заставляют ситуацию развиваться в определенном направлении, создавая порочные круги и круги благоденствия. Равновесие требовало бы внутренней непротиворечивости; исторические изменения этого не требуют. Описание исторического процесса с помощью таких терминов, как порочный круг и круг благоденствия, является, естественно, всего лишь риторическим приемом. Круговое движение всех составных частей, происходящее по мере того, как вся система в целом находится в движении, может также быть описано как движение по спирали. Видение того, что представляет собой порочный круг, а что — круг благоденствия, зависит от точки зрения смотрящего.

Обменные курсы определяются спросом и предложением валют. В целях настоящего исследования мы можем объединить различные факторы, составляющие спрос и предложение, в три группы: торговля, неспекулятивные

операции с капиталом и спекулятивные операции с капиталом. Это дает нам

простейшую модель системы свободно


$$(\downarrow T + \uparrow N + \uparrow S) \rightarrow \downarrow e$$

плавающих обменных курсов:

Иными словами, сумма валютных операций по

каждой из этих трех групп определяет направление динамики обменного курса.

Нашей первостепенной задачей является исследование роли предпочтений

участников в динамике обменных курсов. Чтобы облегчить рассмотрение этого

вопроса, предположим, что предпочтения находят свое выражение только в

спекулятивных операциях с капиталом (5), в то время как торговля (7) и

неспекулятивные операции с капиталом ( $N$ ) не зависят от ожиданий участников:

они составляют "фундаментальные условия". В действительности

"фундаментальные условия" также находятся под влиянием ожиданий участников

о будущем направлении динамики обменных курсов. Торговые показатели в

значительной степени искажаются в результате опережений и задержек платежей,

не говоря уже о влиянии ожиданий на политику экспортеров и импортеров по

управлению запасами товаров. Что же касается движения капитала, вероятно,

единственной операцией, независимой от ожиданий, является выплата процентов

по аккумулированным задолженностям; реинвестиции выплачиваемых процентов

уже являются спекулятивной операцией. Возвращение банковских задолженностей

из менее развитых стран вернее всего было бы квалифицировать как

неспекулятивную операцию, однако в том случае, если происходит

перераспределение активов, в игру вступают также и спекулятивные соображения.

А как насчет прямых инвестиций? Если бы менеджеры были заинтересованы

только лишь в общей ставке дохода\*, их можно было бы считать спекулятивными,

однако часто существуют более важные промышленные соображения. Таким

образом, можно убедиться, что существует множество градаций между

спекулятивными и несспекулятивными операциями; но мы не совершим слишком

большого насилия над реальностью, если распределим все операции между двумя

указанными широкими категориями.

Мы сосредоточим свое внимание на спекулятивных операциях с капиталом,

поскольку именно в них предпочтения участников находят свое выражение.

Спекулятивный капитал движется в поиске более высокой общей ставки дохода.

Общий доход включает в себя три элемента: разницу в процентных ставках, разницу обменного курса и повышение стоимости капитала в местной валюте.

Поскольку третья компонента варьируется от случая к случаю, мы можем предложить следующее общее правило: спекулятивный капитал привлекают рост обменного курса и рост процентных ставок:

$$\uparrow(e + i) \rightarrow \downarrow S$$

Из двух указанных факторов обменный курс является намного более важным.

Небольшое падение валюты легко сделает общий доход отрицательным. Точно так же, если по растущей валюте предлагаются привлекательные процентные ставки, общий доход превысит все, на что мог бы надеяться владелец финансовых средств при обычном ходе событий.

Это не значит, что разница в процентных ставках не имеет значения; но большая часть их значения заключается в их влиянии на обменные курсы, а они зависят от восприятия участников. Иногда кажется, что относительные процентные ставки оказывают большое влияние; иногда они полностью игнорируются. Например, с 1982 по 1986 г. капитал переводился в валюту, по которой предлагались наивысшие процентные ставки, а именно, в доллары, однако, в конце 1970-х Швейцария не могла остановить приток капитала даже путем введения отрицательных процентных ставок. Более того, представления о важности процентных ставок часто ошибочны. Например, до ноября 1984 г. причиной сильного доллара часто считали высокие процентные ставки в США. После того как процентные ставки были понижены, не вызвав этим ослабления доллара, эта точка зрения была опровергнута, а доллар пробил потолок.

Ожидания, касающиеся обменных курсов, играют на валютном рынке ту же роль, что и ожидания, касающиеся котировок акций на фондовом рынке: они являются решающим доводом для тех, кто опирается в своих решениях на общую ставку дохода. На фондовом рынке это касается практически всех инвесторов, на рынке валют — всех спекулятивных операций.

При описании фондового рынка мы использовали модель, которая основное внимание уделяла котировкам и не принимала во внимание доходы по дивидендам.

Это не вызвало серьезных отклонений от истины, поскольку в рассматриваемых нами последовательностях подъем-спад изменения в котировках намного

перевешивали доходы по дивидендам. Аналогичные условия являются преобладающими и на валютных рынках: ожидания, относящиеся к будущим обменным курсам, являются основной мотивацией в спекулятивных операциях с капиталом.

Представляется, что основным различием между фондовым и валютным рынками является роль, которую играют фундаментальные условия. Мы могли видеть, что даже в случае с акциями "фундаментальные условия" были весьма туманными, но мы, по крайней мере, не имели причин сомневаться в том, что котировки неким образом связаны с фундаментальными условиями. В случае с валютой самым важным фундаментальным фактором является, очевидно, торговый баланс, хотя в период с 1983 по 1985 г., когда доллар усиливал свои позиции, торговый баланс США ухудшался. Кажется, пожалуй, что при образовании трендов в динамике цен фундаментальные условия играют еще меньшую роль, чем на фондовом рынке. Нам не потребуется долго искать объяснений этому факту: он объясняется относительной важностью спекулятивных движений капитала.

Как мы уже видели, спекулятивный капитал мотивируется, в первую очередь, ожиданиями относительно будущих обменных курсов. В той степени, в которой перемещения спекулятивного капитала доминируют над обменными курсами, последние являются чисто рефлексивными: ожидания влияют на ожидания, и преобладающее предпочтение может подтверждать самое себя в течение практически неограниченного периода времени. Ситуация крайне нестабильна: если бы одержало верх противоположное предпочтение, оно тоже смогло бы подтверждать самое себя. Чем выше относительная важность спекуляций, тем более нестабильной становится система: показатель общей ставки дохода может перебрасываться между его значениями вместе с каждым изменением в преобладающем предпочтении.

При обсуждении вопросов, связанных с фондовым рынком, мы выделили некоторые последовательности событий, как, например, бум конгломератов, в которых преобладающее предпочтение составляло важную часть основного тренда, но мы пришли к заключению, что такие чистые примеры рефлексивности являются исключительными. В системе свободно плавающих обменных курсов рефлексивность, напротив, является правилом. Конечно, таких ситуаций, как чисто

рефлексивные, не существует. Спекуляции — только один из факторов, определяющих обменные курсы, и остальные факторы также должны приниматься во внимание при формировании ожиданий. Таким образом, ожидания не могут полностью диктоваться капризами: они должны корениться в чем-то, отличном от них самих. Как же превалирующее предпочтение устанавливается и, что более важно, каким образом оно меняется на противоположное — вот наиболее важные вопросы, которые стоят перед нами.

Не существует универсально верных ответов. Рефлексивный процесс, как правило, следует определенной модели. На ранних стадиях тренд должен быть самоусиливающимся, в противном случае процесс оборвется. По мере дальнейшего действия тренда он становится все более уязвимым, поскольку фундаментальные условия, такие, как торговые операции и выплаты процентных ставок, движутся в направлении, противоположном этому тренду, в соответствии с представлениями классического анализа, и тренд становится все более зависимым от превалирующего предпочтения. В конце концов достигается поворотная точка, и, если речь идет о полном цикле событий, самоусиливающийся процесс начинает развиваться в противоположном направлении.

В пределах этой общей схемы каждая последовательность является уникальной. Для рефлексивного процесса типичной чертой является то, что он неизбежно влияет и на восприятия участников, и на ситуацию, к которой они относятся. Отсюда следует, что никакая последовательность событий не может повторить самое себя. Даже переменные, которые взаимодействуют круговым образом, не должны оставаться неизменными; в различных ситуациях они определенно будут нести различную нагрузку.

После падения Бреттонвудской системы\* мы могли наблюдать два основных рефлексивных сдвига в позиции доллара и, по крайней мере, столько же в позиции фунта стерлингов. Поучительно сравнить эти два крупных сдвига в позиции доллара, поскольку взаимодействие между торговым балансом и движением капитала в этих двух случаях коренным образом различалось.

В конце 1970-х гг. доллар постепенно становился все более слабым, особенно по сравнению с континентальными валютами, в то время как в 1980-х гг. его позиции все более усиливались. Мы будем называть первый сдвиг Картеровским порочным

кругом, а второй — Рейгановским кругом благоденствия. Мы могли бы построить простые модели с тем, чтобы продемонстрировать, насколько различными были тренды в этих двух случаях.

В случае с Германией в конце 1970-х гг. немецкая марка была сильной (Те).

Спекулятивные покупки играли важную роль в ее усилении ( $-^{\wedge}S$ ) и поддерживали круг благоденствия. В начале процесса Германия имела положительный торговый баланс, а сильная позиция ее валюты помогала поддерживать цены на низком уровне. Поскольку в экспортируемых продуктах содержалась большая доля импортных компонентов, реальный обменный курс, в противоположность номинальному, оставался более или менее стабильным (вверхвниз $ep$ ), а воздействие на торговый баланс было пренебрежимо малым (вверхвниз $T$ ). В то время как преобладал спекулятивный ввоз капитала (вниз  $S >$  вверхвниз $7$ ), круг благоденствия был самоусиливающимся:

$$\uparrow e \rightarrow \downarrow p \rightarrow \uparrow(ep) \rightarrow (\downarrow T < \downarrow S) \rightarrow \uparrow e$$

Тот факт, что скорость роста валютного курса превышала разницу в процентных ставках, делал хранение немецких марок очень выгодным, так что спекулятивный ввоз капитала был как самоусиливающимся, так и самоподдерживающимся.

Это был круг благоденствия для Германии и порочный круг для Соединенных Штатов. По мере того, как обменный курс падал, инфляция набирала силу.

Невзирая на пдъем номинальных процентных ставок, реальные процентные ставки оставались очень низкими, если вообще не отрицательными. Различные меры применялись в попытках компенсировать вывоз капитала; самой драматичной был выпуск так называемых Картеровских облигаций, номинальная стоимость которых была указана в немецких марках и швейцарских франках; но ничто не имело успеха до тех пор, пока Федеральный Резерв не ввел строгую монетаристскую политику. Затем президентом был избран Рональд Рейган, и доллар вышел на курс устойчивого роста.

В течение Рейгановского круга благоденствия сильный доллар вызвал значительное ухудшение торгового баланса Соединенных Штатов. В противоположность Германии конца 1970-х гг., Соединенные Штаты не имели положительного торгового баланса, с которого можно было бы начать. Более того, рост курса валюты не соответствовал разнице в темпах инфляции. В Соединенных

Штатах показатель инфляции снизился, но в других странах он также оставался низким. Вследствие этого Соединенные Штаты получили беспрецедентный торговый дефицит наряду с беспрецедентной разницей в процентных ставках в пользу доллара. Пока доллар оставался твердым, хранить доллары было исключительно выгодно, а доллар оставался твердым, пока дефицит текущего платежного баланса полностью покрывался избытком баланса движения капиталов\*. В наших обозначениях:

$$(\uparrow e + \uparrow I) \rightarrow (\downarrow S > \downarrow T) \rightarrow \uparrow e \rightarrow (\downarrow S > \downarrow T)$$

Эти модели, очевидно, слишком упрощены. Ниже мы рассмотрим Рейгановский круг благоденствия более подробно. Здесь мы лишь пытаемся показать, что различные последовательности событий имеют абсолютно различную структуру. В Германии конца 1970-х гг. подъем обменного курса валюты поддерживался разницей в темпах инфляции, а торговый баланс практически не подвергался воздействию. Рейгановский круг благоденствия поддерживался разницей в процентных ставках в большей степени, чем разницей в темпах инфляции, при все возрастающем торговом дефиците, покрываемом все возрастающим ввозом капитала. В то время как в первом случае можно было бы претендовать на наличие некоторого рода равновесия, во втором случае нестабильность была просто осязаемой. Ввоз капитала зависел от сильного доллара, а сильный доллар зависел от все возрастающего ввоза капитала, несущего с собой такой же рост процентных ставок и обязательств по выплатам (Т растет). Было очевидным, что круг благоденствия не мог поддерживаться бесконечно. Тем не менее, пока он продолжался, любому игроку на валютных курсах, который осмелился бы пойти против тренда, пришлось бы дорого за это заплатить". Спекуляция не служила установлению равновесия. Напротив, она усиливала имеющийся тренд и таким образом увеличивала неравновесность, которая в итоге должна была быть исправлена.

Несмотря на то, что каждый самоусиливающийся круг является уникальным, мы можем сделать несколько обобщений, имеющих универсальную ценность и касающихся свободно плавающих обменных курсов. Во-первых, относительная важность спекулятивных операций, как правило, увеличивается на протяжении всего самоусиливающегося тренда. Во-вторых, превалирующее предпочтение

следует за трендом, и чем дольше сохраняется тренд, тем сильнее становится предпочтение. В третьих, как только тренд устанавливается, он, как правило, усиливает свою стойкость и стремится пройти весь свой путь; когда наконец наступает поворотная точка, она, как правило, дает начало самоусиливающемуся процессу в противоположном направлении. Иными словами, движения валют, как правило, происходят большими волнами, и каждое движение продолжается несколько лет.

Эти три закономерности являются взаимно самоутверждающимися. Именно рост ввоза спекулятивного капитала, следующий за основным трендом, делает этот тренд столь стойким; именно стойкость тренда делает следование за ним столь прибыльным; именно прибыль является целью спекуляций, привлекающих все возрастающие объемы капитала.

Чем дольше продолжается круг благоденствия, тем более привлекательным становится хранение финансовых активов в растущей валюте и тем более важную роль играет обменный курс при определении общего дохода. Те, кто склонен идти против тренда, один за другим выбывают, и в конце концов в числе активных участников процесса остаются лишь те, кто следует основному тренду. По мере того, как важность спекуляций растет, прочие факторы утрачивают свое влияние. Игрокам на курсах валют нечем руководствоваться, кроме рынка, а на рынке преобладают те, кто следует за основным трендом. Эти соображения поясняют, каким образом доллар мог продолжать свой рост в обстановке все возрастающего торгового дефицита. В конце концов даже без вмешательства властей достигается поворотная точка, когда ввоз спекулятивного капитала уже не угоняется за торговым дефицитом и растущими процентами по долговым обязательствам, и основной тренд сменится на противоположный. Поскольку доминирующее предпочтение следует за основным трендом, спекулятивный капитал начинает движение в противоположном направлении. Если такое происходит, то обратный ход может легко превратиться в свободное падение. Прежде всего, в этом случае спекуляции и "фундаментальные условия" действовали бы в одном направлении. И, что даже более важно, в тот момент, когда перемена курса основного тренда осознается, объем спекулятивных операций может драматически, если не сказать, катастрофически, увеличиться. Пока основной тренд сохраняется, спекулятивные



течения поддерживают его; однако обратный процесс затрагивает не только текущие движения, но и накопленный спекулятивный капитал. Чем дольше продолжалось действие основного тренда, тем больше объемы накопленного спекулятивного капитала. Существуют, конечно, и смягчающие обстоятельства. Одно из них состоит в том, что участники рыночного процесса, вероятнее всего, осознают изменения в основном тренде только постепенно. Другое — в том, что власти, как правило, понимают опасность и предпринимают меры для предотвращения краха. Как эта драма разворачивается в действительности, мы рассмотрим в одной из следующих глав. Здесь мы лишь попытаемся сделать утверждение общего характера.

Принимая все три предложенных обобщения, можно утверждать, что спекуляции являются прогрессивно дестабилизирующими. Дестабилизирующий эффект возникает не потому, что потоки спекулятивного капитала должны быть в конечном итоге обращены, а вследствие того, что не возникает необходимости обращать их еще в течение весьма длительного периода времени. Если бы их надо было обратить в срочном порядке, операции с капиталом обеспечивали бы мягкую посадку и процесс приспособления был бы менее болезненным. Если же нужды в обращении нет, то участники событий попадают в такую зависимость от них, что в итоге после достижения поворотной точки процесс приспособления становится более болезненным.

Представляется весьма вероятным, что общее утверждение о прогрессивном накоплении "горячих" денег верно не только в пределах одного цикла, но и при переходе от одного цикла к другому, хотя история свободно плавающих обменных курсов еще недостаточно продолжительна, чтобы предоставить этому надежные доказательства. До настоящего момента это, несомненно, было именно так — объем спекулятивного капитала во время Рейгановского круга благоденствия был намного больше, чем в период Картеровского порочного круга. Эмпирические исследования 1930-х гг. также показывают кумулятивный рост потоков "горячих денег", хотя в то время обстоятельства были несколько иными, поскольку валюты не были свободно плавающими.

Мы можем проследить, почему горячие деньги должны продолжать накапливаться, если реальные процентные ставки остаются высокими, а доход по материальным инвестициям низким:

хранение капитала в его ликвидной форме в растущей валюте более рентабельно, чем инвестирование его в материальные активы. Чтобы сделать это обобщение универсально верным, необходимо доказать, что свободно плавающие обменные курсы связаны с высокими доходами от финансовых активов и низкими доходами по материальным инвестициям. Давайте попробуем. Как мы уже видели, горячие деньги могут приносить огромные доходы, если основной тренд определен правильно; поскольку они способствуют установлению этого тренда, это утверждение, скорее всего, верно. Материальные активы — это обратная сторона медали, они не могут двигаться вслед за основным трендом, чтобы воспользоваться приносимыми им преимуществами. При подъеме валюты сектор торговых товаров, как правило, страдает. Конечно, падение валюты приносит огромные прибыли экспортерам, но, пострадав ранее, экспортеры не стремятся делать вложения таким образом, чтобы воспользоваться временным преимуществом: они предпочитают хранить прибыль в форме финансовых активов и вносят этим свой вклад в рост объемов горячих денег. Этот процесс можно наиболее отчетливо пронаблюдать на примере Великобритании, где экспортеры отказались расширять объем операций, в то время как фунт стерлингов упал ниже 1,10 долл. в 1985 г., невзирая на рекордные прибыли. И они были правы! К апрелю 1986 г. фунт поднялся выше отметки 1,50 долл. Таким образом, как рост, так и падение валюты не благоприятствуют материальным инвестициям и поощряют накопление горячих денег.

Мы можем попытаться сделать еще одно пробное обобщение. Когда долгосрочный тренд теряет свой импульс, как правило, возникает краткосрочная неустойчивость курса. Легко видеть, почему так должно быть: толпа, следующая за основным трендом, дезориентирована. Обобщение это является пробным, поскольку оно основано на недостаточных доказательствах. Это, несомненно, было именно так в тот момент, когда доллар изменил свой тренд в 1985 г.

Если эти обобщения действительно верны, отказ от системы свободно плавающих обменных курсов в конце концов неизбежен. Колебания курсов становятся

настолько значительными, что придется либо изменять систему с помощью государственного вмешательства того или иного рода, либо система потерпит крах. Таким образом, валютные рынки лучше всего подтверждают мое утверждение о том, что финансовые рынки по своей природе нестабильны. В них нет встроенного стремления к равновесию: в той мере, в какой мы нуждаемся в стабильности, мы должны ввести ее с помощью политики обдуманых мер.

В настоящее время эти выводы могут показаться читателю не особенно революционными, но в апреле-мае 1985 г., когда была написана эта глава, они, очевидно, противоречили расхожей мудрости. В то время существовала всеобщая обеспокоенность нестабильностью обменных курсов, но вера в магическую силу рынка была все еще сильна и знаменитое Соглашение в Плазе\* в сентябре 1985 г. просто шокировало тех, кто действовал в этот момент на валютном рынке. Даже сегодня все еще не существует теоретического обоснования утверждения о том, что система свободно плавающих обменных курсов является кумулятивно дестабилизирующей. Я надеюсь, что смог представить здесь такое обоснование. Я занимался спекуляциями на валютном рынке с момента введения плавающих курсов, но я не смог добиться стабильных прибылей на систематической основе. Согласно балансовым отчетам, в течение 1980 г. мои операции были прибыльными, а затем я терпел убытки в период с 1981 по 1985 г. Мой подход был пробным, основанным более на интуиции, чем на убеждении. По своему темпераменту я всегда был более склонен отслеживать поворотный момент, чем следовать тренду. **Мне** удалось успешно действовать как в период подъема, так и в период спада европейских валют по сравнению с долларом в 1981 г., но я слишком быстро вышел из игры. Потеряв связь с основным трендом, я нашел слишком унижительным для себя следовать за остальными, плывущими по течению; я попробовал вместо этого отловить поворотный момент в ходе событий — и, как можно понять, безуспешно. В самом начале 1984 г. я получил временные прибыли, но затем я их потерял. В то время, когда я писал эту главу, в апреле-мае 1985 г. я снова стал ставить в своих спекуляциях против доллара. Написание этой главы, несомненно, помогло мне прояснить свои соображения.

Эксперимент в реальном времени, описанный мной в третьей части книги, может считаться практическим испытанием изложенной здесь теории. Я признаю, что

теория слишком абстрактна для того, чтобы ее можно было использовать при разработке конкретных предсказаний. Например, время наступления поворотного момента не может быть определено до того, как этот момент действительно наступит. Но, как мы сможем увидеть, эта теория может быть очень полезной для объяснения хода событий по мере того, как эти события разворачиваются.

### К оглавлению

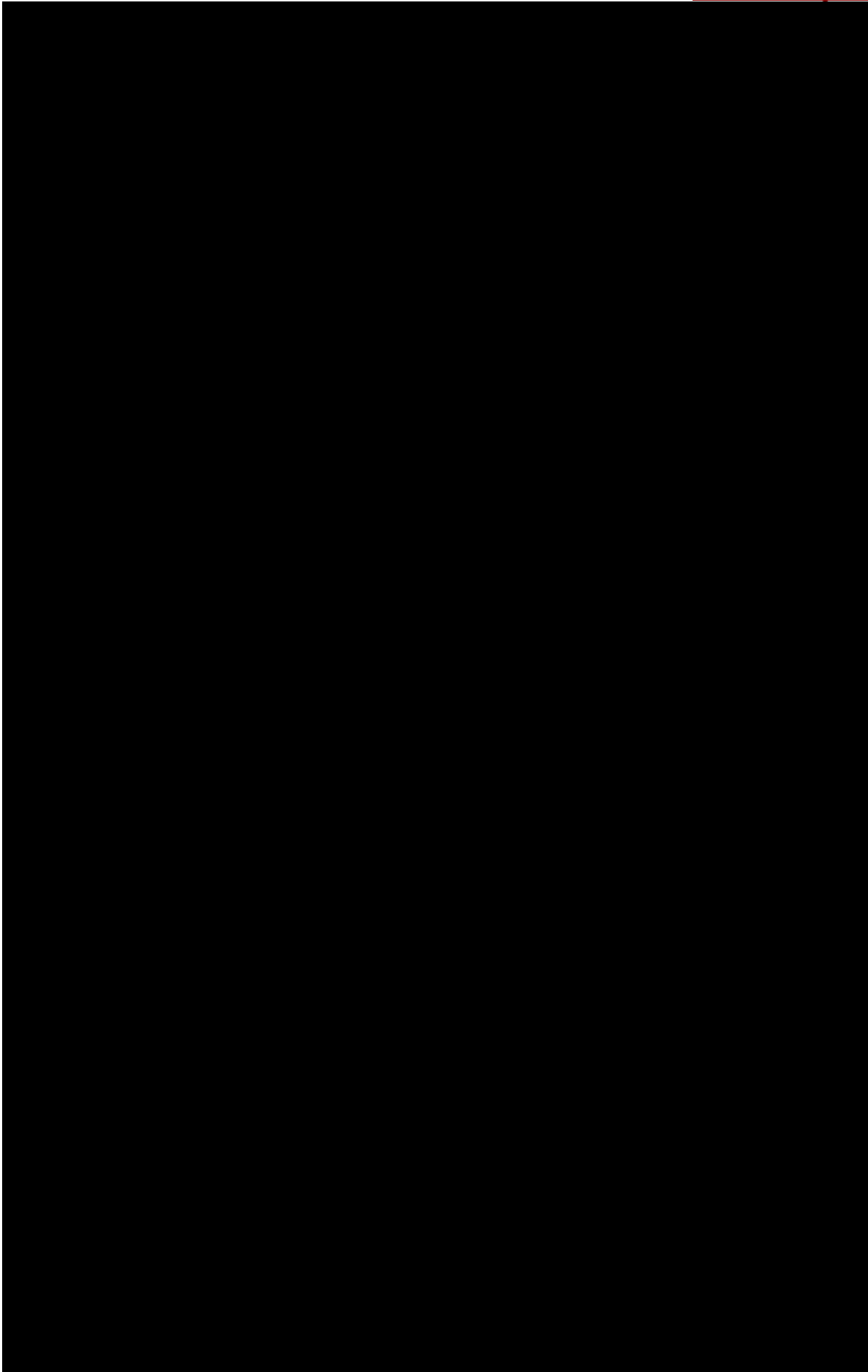
1\* Rate of return — ставка дохода: годовой доход от вложений капитала в реальный или финансовый актив в процентном выражении к стоимости этого актива (например дивиденд или сумма процентов по ценной бумаге, деленная на ее покупную цену). — *Прим. ред.*

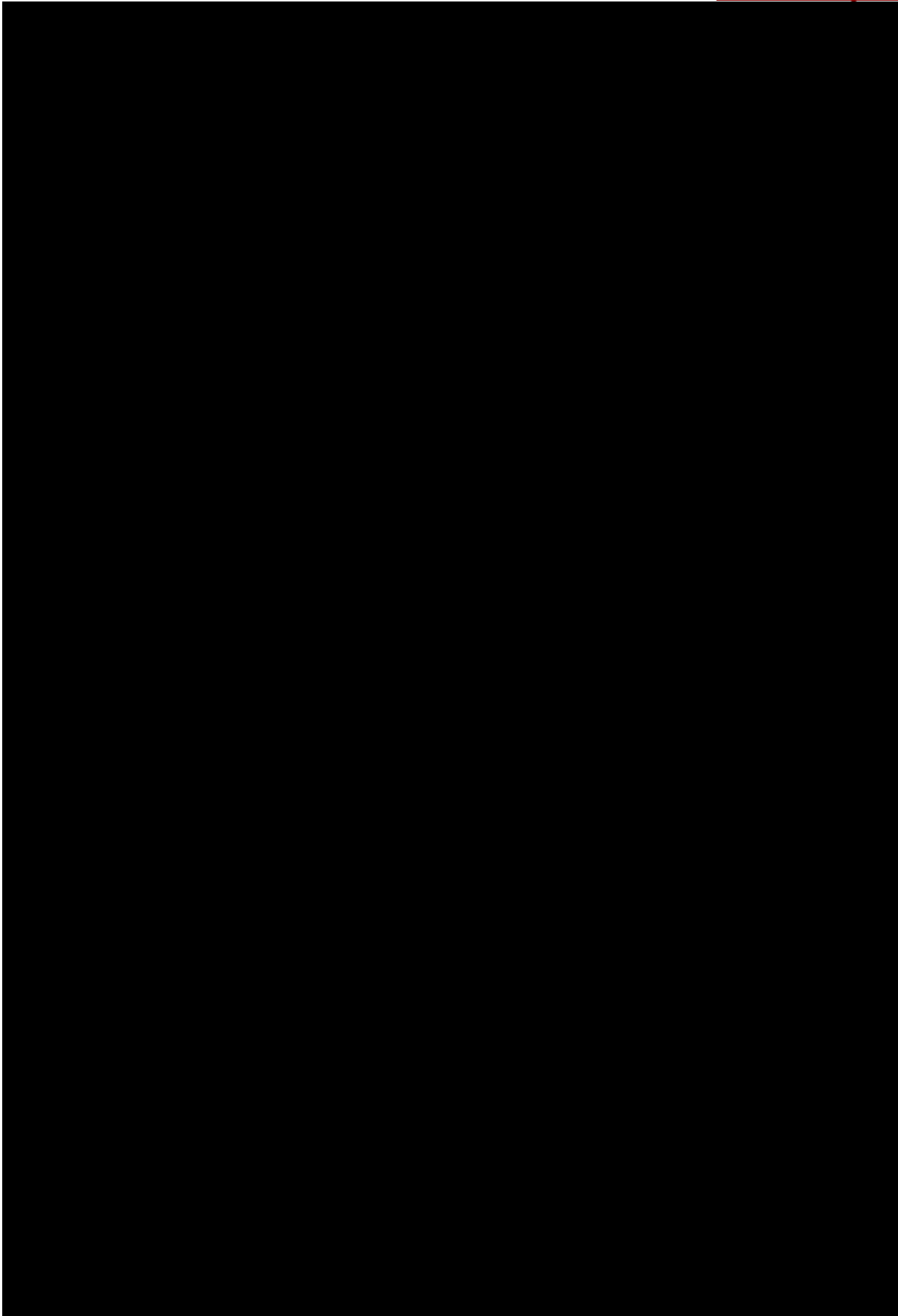
2\* За год до окончания второй мировой войны, в июле 1944 г., на международной конференции 44-х стран-союзниц в г. Бреттон-Вудс, штат Нью-Гемпшир, были приняты соглашения, вступившие в силу в декабре 1945 г. По ним была создана послевоенная международная валютная система, включающая вновь образованные Международный валютный фонд и Международный банк реконструкции и развития. Кроме того, были выработаны правила, облегчающие международный валютный обмен и стабилизирующие обменные курсы, а именно: золото-долларовый стандарт, фиксированный обменный курс, обратимость валют. В 1971—1973 гг. был приостановлен обмен долларов на золото и введены плавающие курсы. Бреттонвудская система прекратила свое существование. — *Прим. ред.*

3\* Current account — текущий платежный баланс: часть платежного баланса страны, включающая торговый баланс, экспорт и импорт услуг, односторонние переводы, проценты и другие доходы по заграничным инвестициям. Capital account — баланс движения капиталов: часть платежного баланса страны, отражающая движение кратко- и долгосрочных-капиталов (сделки с ценными бумагами, банковские депозиты, прямые инвестиции). — *Прим. ред.*

4\* Plaza agreement — соглашение пяти ведущих стран Запада в сентябре 1985 г. в Нью-Йорке о координированных валютных интервенциях. — *Прим. ред.*







В то время как на фондовом рынке рефлексивные взаимодействия появляются лишь периодически, на рынке валют они присутствуют постоянно. Я попытаюсь показать, что свободно плавающие обменные курсы по своей природе нестабильны, более того, нестабильность эта накапливается, так что в конце концов крах системы свободно плавающих обменных курсов практически неизбежен. Традиционный взгляд на валютный рынок заключается в том, что он стремится к состоянию равновесия. Завышенный курс валюты способствует увеличению импорта и снижению экспорта до тех пор, пока не восстановится состояние равновесия. Аналогичным образом усиление положения в конкурентной борьбе выражается в возрастающем обменном курсе, что сокращает торговое активное сальдо, так что снова восстанавливается равновесное состояние. Спекуляции не могут изменить тренда к равновесию — если игроки на валютной бирже правильно представляют себе будущее, они усиливают этот тренд; если же они совершают ошибки, основной тренд накажет их, так как он хотя и может быть приостановлен, но впоследствии неизбежно возьмет верх.

Опыт, накопившийся с момента введения в 1973 г. плавающих обменных курсов, опроверг эту точку зрения. Вместо того, чтобы фундаментальные условия определили обменные курсы, обменные курсы нашли способ влиять на фундаментальные условия. Например, высокий обменный курс подавляет инфляцию: зарплаты остаются стабильными, а цены на импортные товары падают. Если экспортные товары содержат в себе большую долю импортных компонентов, страна может оставаться конкурентоспособной в течение практически неограниченного периода времени, невзирая на постоянное повышение обменного курса ее валюты, что Германия продемонстрировала в 1970-х гг. В действительности же взаимодействие между внутренним показателем инфляции и международным обменным курсом не является однонаправленным, а носит круговой характер. Изменения в одном могут предшествовать изменениям в другом, но не имеет смысла рассматривать одно как причину, а другое как следствие, поскольку они взаимно усиливают друг друга. Более приемлемо было бы говорить о порочном круге, когда валюта падает, а инфляция ускоряется, и о круге благоденствия, когда происходит обратное.

Порочный круг и круг благоденствия очень далеки от состояния равновесия. Тем не менее, они могут привести к состоянию, одственному состоянию равновесия, если рефлексивное, взаимно самоусиливающееся взаимодействие может поддерживаться в течение неограниченного времени. Но этого не происходит. Как правило, чем меньше длится самоусиливающийся процесс, тем более уязвимым он становится. В конце концов он развивает тенденцию к обратному движению и дает начало самоусиливающемуся процессу в противоположном направлении. Полный цикл характеризуется значительными колебаниями не только в обменных курсах, но и в процентных ставках, уровне инфляции и/или уровне экономической активности.

Предпочтения участников вносят в систему элемент нестабильности. Если бы система имела врожденную тенденцию к равновесию, предпочтения участников не смогли бы нарушить ее в худшем случае они могли бы привести к некоторым случайным краткосрочным колебаниям. Но когда каузальные связи являются рефлексивными, предпочтения участников могут породить, поддержать или разрушить порочный круг или круг благоденствия. Кроме того, превалирующие предпочтения начинают жить собственной жизнью и становятся одной из составных частей кругового взаимодействия. Они находят выражение в спекулятивных перемещениях капитала, которые могут служить противовесом дисбаланса в торговле, что позволяет положительному или отрицательному торговому сальдо превысить как в объеме, так и в продолжительности, уровень, который мог бы поддерживаться при отсутствии превалирующих предпочтений. Когда это происходит, спекуляции оказываются дестабилизирующим фактором. Международное движение капитала, как правило, следует схеме самоусиление/самоуничтожение, сходной с той, которую мы привели для фондового рынка. Но модель, использованная нами для иллюстрации динамики котировок акций, не может быть применена к валютным рынкам без значительных модификаций. Рассматривая фондовый рынок, мы сосредоточили свое внимание на рефлексивном взаимодействии между двумя переменными: котировки акций и единственный основной тренд. Мы пытались построить простейшую возможную модель и для достижения своих целей стремились упростить намного более сложную реальную



$e$  — номинальный обменный курс (количество единиц иностранной валюты на одну единицу внутренней валюты;  $\uparrow e$  = укрепление курса)

$i$  — номинальная процентная ставка

$p$  — соотношение внутреннего и иностранного уровня цен ( $\uparrow p$  = рост внутренних цен, опережающий иностранный, и наоборот)

$v$  — уровень экономической активности

$N$  — неспекулятивное движение капитала

$S$  — спекулятивное движение капитала

$T$  — торговый баланс

$B$  — государственный бюджет

$\uparrow$  = рост вывоза капитала  
 $\downarrow$  = рост ввоза капитала  
 $\uparrow$  = избыток  
 $\downarrow$  = дефицит

[Библиотека трейдера](#)

картину. На рынке валют мы не сможем обойтись лишь двумя переменными; даже простейшая модель требует семи или восьми. Мы

выбрали четыре рейтинговых переменных и четыре количественных, а именно: Наша задача состоит в том, чтобы установить, как эти переменные соотносятся друг с другом. Мы не станем пытаться проанализировать все взаимоотношения, а ограничимся лишь теми, которые необходимы для построения простых моделей. Иными словами, мы не ставим своей задачей построение общей теории, а хотим сосредоточиться лишь на частичном объяснении динамики валютных средств. Нашей основной целью является обменный курс, и мы используем остальные переменные лишь по мере необходимости. Мы не будем давать численного выражения переменным; а будем лишь обозначать направление их изменения (стрелка вверх, стрелка вниз) или сравнивать их величину ( $>$ ,  $<$ ).

Прежде чем начать рассмотрение вопроса, необходимо сделать два общих замечания. Одно из них заключается в том, что взаимоотношения, как правило, являются круговыми, т.е. переменные могут служить как причиной, так и следствием по отношению к другим переменным. Мы будем обозначать причинно-следственную связь с помощью горизонтальной стрелки ( $=>$ ). Еще один важный момент заключается в том, что взаимоотношения между переменными не должны быть внутренне непротиворечивыми;

Именно противоречия заставляют ситуацию развиваться в определенном направлении, создавая порочные круги и круги благоденствия. Равновесие требовало бы внутренней непротиворечивости; исторические изменения этого не требуют. Описание исторического процесса с помощью таких терминов, как порочный круг и круг благоденствия, является, естественно, всего лишь риторическим приемом. Круговое движение всех составных частей, происходящее по мере того, как вся система в целом находится в движении, может также быть описано как движение по спирали. Видение того, что представляет собой порочный круг, а что — круг благоденствия, зависит от точки зрения смотрящего.

Обменные курсы определяются спросом и предложением валют. В целях настоящего исследования мы можем объединить различные факторы,

составляющие спрос и предложение, в три группы: торговля, неспекулятивные операции с капиталом и спекулятивные операции с капиталом. Это дает нам

простейшую модель системы свободно

$$(\downarrow T + \uparrow N + \uparrow S) \rightarrow \downarrow e$$

плавающих обменных курсов:

Иными словами, сумма валютных операций по

каждой из этих трех групп определяет направление динамики обменного курса.

Нашей первостепенной задачей является исследование роли предпочтений

участников в динамике обменных курсов. Чтобы облегчить рассмотрение этого

вопроса, предположим, что предпочтения находят свое выражение только в

спекулятивных операциях с капиталом (5), в то время как торговля (7) и

неспекулятивные операции с капиталом ( $N$ ) не зависят от ожиданий участников:

они составляют "фундаментальные условия". В действительности

"фундаментальные условия" также находятся под влиянием ожиданий участников

о будущем направлении динамики обменных курсов. Торговые показатели в

значительной степени искажаются в результате опережений и задержек платежей,

не говоря уже о влиянии ожиданий на политику экспортеров и импортеров по

управлению запасами товаров. Что же касается движения капитала, вероятно,

единственной операцией, независимой от ожиданий, является выплата процентов

по аккумулированным задолженностям; реинвестиции выплачиваемых процентов

уже являются спекулятивной операцией. Возвращение банковских задолженностей

из менее развитых стран вернее всего было бы квалифицировать как

неспекулятивную операцию, однако в том случае, если происходит

перераспределение активов, в игру вступают также и спекулятивные соображения.

А как насчет прямых инвестиций? Если бы менеджеры были заинтересованы

только лишь в общей ставке дохода\*, их можно было бы считать спекулятивными,

однако часто существуют более важные промышленные соображения. Таким

образом, можно убедиться, что существует множество градаций между

спекулятивными и неспекулятивными операциями; но мы не совершим слишком

большого насилия над реальностью, если распределим все операции между двумя

указанными широкими категориями.

Мы сосредоточим свое внимание на спекулятивных операциях с капиталом,

поскольку именно в них предпочтения участников находят свое выражение.

Спекулятивный капитал движется в поиске более высокой общей ставки дохода. Общий доход включает в себя три элемента: разницу в процентных ставках, разницу обменного курса и повышение стоимости капитала в местной валюте. Поскольку третья компонента варьируется от случая к случаю, мы можем предложить следующее общее правило: спекулятивный капитал привлекают рост обменного курса и рост процентных ставок:

$$\uparrow(e + i) \rightarrow \downarrow S$$

Из двух указанных факторов обменный курс является намного более важным. Небольшое падение валюты легко сделает общий доход отрицательным. Точно так же, если по растущей валюте предлагаются привлекательные процентные ставки, общий доход превысит все, на что мог бы надеяться владелец финансовых средств при обычном ходе событий.

Это не значит, что разница в процентных ставках не имеет значения; но большая часть их значения заключается в их влиянии на обменные курсы, а они зависят от восприятия участников. Иногда кажется, что относительные процентные ставки оказывают большое влияние; иногда они полностью игнорируются. Например, с 1982 по 1986 г. капитал переводился в валюту, по которой предлагались наивысшие процентные ставки, а именно, в доллары, однако, в конце 1970-х Швейцария не могла остановить приток капитала даже путем введения отрицательных процентных ставок. Более того, представления о важности процентных ставок часто ошибочны. Например, до ноября 1984 г. причиной сильного доллара часто считали высокие процентные ставки в США. После того как процентные ставки были понижены, не вызвав этим ослабления доллара, эта точка зрения была опровергнута, а доллар пробил потолок.

Ожидания, касающиеся обменных курсов, играют на валютном рынке ту же роль, что и ожидания, касающиеся котировок акций на фондовом рынке: они являются решающим доводом для тех, кто опирается в своих решениях на общую ставку дохода. На фондовом рынке это касается практически всех инвесторов, на рынке валют — всех спекулятивных операций.

При описании фондового рынка мы использовали модель, которая основное внимание уделяла котировкам и не принимала во внимание доходы по дивидендам. Это не вызвало серьезных отклонений от истины, поскольку в рассматриваемых

нами последовательностях подъем-спад изменения в котировках намного перевешивали доходы по дивидендам. Аналогичные условия являются превалирующими и на валютных рынках: ожидания, относящиеся к будущим обменным курсам, являются основной мотивацией в спекулятивных операциях с капиталом.

Представляется, что основным различием между фондовым и валютным рынками является роль, которую играют фундаментальные условия. Мы могли видеть, что даже в случае с акциями "фундаментальные условия" были весьма туманными, но мы, по крайней мере, не имели причин сомневаться в том, что котировки неким образом связаны с фундаментальными условиями. В случае с валютой самым важным фундаментальным фактором является, очевидно, торговый баланс, хотя в период с 1983 по 1985 г., когда доллар усиливал свои позиции, торговый баланс США ухудшался. Кажется, пожалуй, что при образовании трендов в динамике цен фундаментальные условия играют еще меньшую роль, чем на фондовом рынке. Нам не потребуется долго искать объяснений этому факту: он объясняется относительной важностью спекулятивных движений капитала.

Как мы уже видели, спекулятивный капитал мотивируется, в первую очередь, ожиданиями относительно будущих обменных курсов. В той степени, в которой перемещения спекулятивного капитала доминируют над обменными курсами, последние являются чисто рефлексивными: ожидания влияют на ожидания, и превалирующее предпочтение может подтверждать самое себя в течение практически неограниченного периода времени. Ситуация крайне нестабильна: если бы одержало верх противоположное предпочтение, оно тоже смогло бы подтверждать самое себя. Чем выше относительная важность спекуляций, тем более нестабильной становится система: показатель общей ставки дохода может перебрасываться между его значениями вместе с каждым изменением в превалирующем предпочтении.

При обсуждении вопросов, связанных с фондовым рынком, мы выделили некоторые последовательности событий, как, например, бум конгломератов, в которых превалирующее предпочтение составляло важную часть основного тренда, но мы пришли к заключению, что такие чистые примеры рефлексивности являются исключительными. В системе свободно плавающих обменных курсов

рефлексивность, напротив, является правилом. Конечно, таких ситуаций, как чисто рефлексивные, не существует. Спекуляции — только один из факторов, определяющих обменные курсы, и остальные факторы также должны приниматься во внимание при формировании ожиданий. Таким образом, ожидания не могут полностью диктоваться капризами: они должны корениться в чем-то, отличном от них самих. Как же преобладающее предпочтение устанавливается и, что более важно, каким образом оно меняется на противоположное — вот наиболее важные вопросы, которые стоят перед нами.

Не существует универсально верных ответов. Рефлексивный процесс, как правило, следует определенной модели. На ранних стадиях тренд должен быть самоусиливающимся, в противном случае процесс оборвется. По мере дальнейшего действия тренда он становится все более уязвимым, поскольку фундаментальные условия, такие, как торговые операции и выплаты процентных ставок, движутся в направлении, противоположном этому тренду, в соответствии с представлениями классического анализа, и тренд становится все более зависимым от преобладающего предпочтения. В конце концов достигается поворотная точка, и, если речь идет о полном цикле событий, самоусиливающийся процесс начинает развиваться в противоположном направлении.

В пределах этой общей схемы каждая последовательность является уникальной. Для рефлексивного процесса типичной чертой является то, что он неизбежно влияет и на восприятия участников, и на ситуацию, к которой они относятся. Отсюда следует, что никакая последовательность событий не может повторить самое себя. Даже переменные, которые взаимодействуют круговым образом, не должны оставаться неизменными; в различных ситуациях они определенно будут нести различную нагрузку.

После падения Бреттонвудской системы\* мы могли наблюдать два основных рефлексивных сдвига в позиции доллара и, по крайней мере, столько же в позиции фунта стерлингов. Поучительно сравнить эти два крупных сдвига в позиции доллара, поскольку взаимодействие между торговым балансом и движением капитала в этих двух случаях коренным образом различалось.

В конце 1970-х гг. доллар постепенно становился все более слабым, особенно по сравнению с континентальными валютами, в то время как в 1980-х гг. его позиции

все более усиливались. Мы будем называть первый сдвиг Картеровским порочным кругом, а второй — Рейгановским кругом благоденствия. Мы могли бы построить простые модели с тем, чтобы продемонстрировать, насколько различными были тренды в этих двух случаях.

В случае с Германией в конце 1970-х гг. немецкая марка была сильной ( $T_e$ ). Спекулятивные покупки играли важную роль в ее усилении ( $-^{\wedge}S$ ) и поддерживали круг благоденствия. В начале процесса Германия имела положительный торговый баланс, а сильная позиция ее валюты помогала поддерживать цены на низком уровне. Поскольку в экспортируемых продуктах содержалась большая доля импортных компонентов, реальный обменный курс, в противоположность номинальному, оставался более или менее стабильным (*вверхвнизep*), а воздействие на торговый баланс было пренебрежимо малым (*вверхвнизT*). В то время как преобладал спекулятивный ввоз капитала (*вниз S > вверхвниз7*), круг благоденствия был самоусиливающимся:

$$\uparrow e \rightarrow \downarrow p \rightarrow \uparrow(ep) \rightarrow (\uparrow T < \downarrow S) \rightarrow \uparrow e$$

Тот факт, что скорость роста валютного курса превышала разницу в процентных ставках, делал хранение немецких марок очень выгодным, так что спекулятивный ввоз капитала был как самоусиливающимся, так и самоподдерживающимся.

Это был круг благоденствия для Германии и порочный круг для Соединенных Штатов. По мере того, как обменный курс падал, инфляция набирала силу.

Невзирая на пдъем номинальных процентных ставок, реальные процентные ставки оставались очень низкими, если вообще не отрицательными. Различные меры применялись в попытках компенсировать вывоз капитала; самой драматичной был выпуск так называемых Картеровских облигаций, номинальная стоимость которых была указана в немецких марках и швейцарских франках; но ничто не имело успеха до тех пор, пока Федеральный Резерв не ввел строгую монетаристскую политику. Затем президентом был избран Рональд Рейган, и доллар вышел на курс устойчивого роста.

В течение Рейгановского круга благоденствия сильный доллар вызвал значительное ухудшение торгового баланса Соединенных Штатов. В противоположность Германии конца 1970-х гг., Соединенные Штаты не имели положительного торгового баланса, с которого можно было бы начать. Более того,

рост курса валюты не соответствовал разнице в темпах инфляции. В Соединенных Штатах показатель инфляции снизился, но в других странах он также оставался низким. Вследствие этого Соединенные Штаты получили беспрецедентный торговый дефицит наряду с беспрецедентной разницей в процентных ставках в пользу доллара. Пока доллар оставался твердым, хранить доллары было исключительно выгодно, а доллар оставался твердым, пока дефицит текущего платежного баланса полностью покрывался избытком баланса движения капиталов\*. В наших обозначениях:

$$(\uparrow e + \uparrow \pi) \rightarrow (\downarrow S > \downarrow T) \rightarrow \uparrow e \rightarrow (\downarrow S > \downarrow T)$$

Эти модели, очевидно, слишком упрощены. Ниже мы рассмотрим Рейгановский круг благоденствия более подробно. Здесь мы лишь пытаемся показать, что различные последовательности событий имеют абсолютно различную структуру. В Германии конца 1970-х гг. подъем обменного курса валюты поддерживался разницей в темпах инфляции, а торговый баланс практически не подвергался воздействию. Рейгановский круг благоденствия поддерживался разницей в процентных ставках в большей степени, чем разницей в темпах инфляции, при все возрастающем торговом дефиците, покрываемом все возрастающим ввозом капитала. В то время как в первом случае можно было бы претендовать на наличие некоторого рода равновесия, во втором случае нестабильность была просто осязаемой. Ввоз капитала зависел от сильного доллара, а сильный доллар зависел от все возрастающего ввоза капитала, несущего с собой такой же рост процентных ставок и обязательств по выплатам (T растет). Было очевидным, что круг благоденствия не мог поддерживаться бесконечно. Тем не менее, пока он продолжался, любому игроку на валютных курсах, который осмелился бы пойти против тренда, пришлось бы дорого за это заплатить". Спекуляция не служила установлению равновесия. Напротив, она усиливала имеющийся тренд и таким образом увеличивала неравновесность, которая в итоге должна была быть исправлена.

Несмотря на то, что каждый самоусиливающийся круг является уникальным, мы можем сделать несколько обобщений, имеющих универсальную ценность и касающихся свободно плавающих обменных курсов. Во-первых, относительная важность спекулятивных операций, как правило, увеличивается на протяжении

всего самоусиливающегося тренда. Во-вторых, превалирующее предпочтение следует за трендом, и чем дольше сохраняется тренд, тем сильнее становится предпочтение. В третьих, как только тренд устанавливается, он, как правило, усиливает свою стойкость и стремится пройти весь свой путь; когда наконец наступает поворотная точка, она, как правило, дает начало самоусиливающемуся процессу в противоположном направлении. Иными словами, движения валют, как правило, происходят большими волнами, и каждое движение продолжается несколько лет.

Эти три закономерности являются взаимно самоутверждающимися. Именно рост ввоза спекулятивного капитала, следующий за основным трендом, делает этот тренд столь стойким; именно стойкость тренда делает следование за ним столь прибыльным; именно прибыль является целью спекуляций, привлекающих все возрастающие объемы капитала.

Чем дольше продолжается круг благоденствия, тем более привлекательным становится хранение финансовых активов в растущей валюте и тем более важную роль играет обменный курс при определении общего дохода. Те, кто склонен идти против тренда, один за другим выбывают, и в конце концов в числе активных участников процесса остаются лишь те, кто следует основному тренду. По мере того, как важность спекуляций растет, прочие факторы утрачивают свое влияние. Игрокам на курсах валют нечем руководствоваться, кроме рынка, а на рынке преобладают те, кто следует за основным трендом. Эти соображения поясняют, каким образом доллар мог продолжать свой рост в обстановке все возрастающего торгового дефицита. В конце концов даже без вмешательства властей достигается поворотная точка, когда ввоз спекулятивного капитала уже не угоняется за торговым дефицитом и растущими процентами по долговым обязательствам, и основной тренд сменится на противоположный. Поскольку доминирующее предпочтение следует за основным трендом, спекулятивный капитал начинает движение в противоположном направлении. Если такое происходит, то обратный ход может легко превратиться в свободное падение. Прежде всего, в этом случае спекуляции и "фундаментальные условия" действовали бы в одном направлении. И, что даже более важно, в тот момент, когда перемена курса основного тренда осознается, объем спекулятивных операций может драматически, если не сказать,



катастрофически, увеличиться. Пока основной тренд сохраняется, спекулятивные течения поддерживают его; однако обратный процесс затрагивает не только текущие движения, но и накопленный спекулятивный капитал. Чем дольше продолжалось действие основного тренда, тем больше объемы накопленного спекулятивного капитала. Существуют, конечно, и смягчающие обстоятельства. Одно из них состоит в том, что участники рыночного процесса, вероятнее всего, осознают изменения в основном тренде только постепенно. Другое — в том, что власти, как правило, понимают опасность и предпринимают меры для предотвращения краха. Как эта драма разворачивается в действительности, мы рассмотрим в одной из следующих глав. Здесь мы лишь попытаемся сделать утверждение общего характера.

Принимая все три предложенных обобщения, можно утверждать, что спекуляции являются прогрессивно дестабилизирующими. Дестабилизирующий эффект возникает не потому, что потоки спекулятивного капитала должны быть в конечном итоге обращены, а вследствие того, что не возникает необходимости обращать их еще в течение весьма длительного периода времени. Если бы их надо было обратить в срочном порядке, операции с капиталом обеспечивали бы мягкую посадку и процесс приспособления был бы менее болезненным. Если же нужды в обращении нет, то участники событий попадают в такую зависимость от них, что в итоге после достижения поворотной точки процесс приспособления становится более болезненным.

Представляется весьма вероятным, что общее утверждение о прогрессивном накоплении "горячих" денег верно не только в пределах одного цикла, но и при переходе от одного цикла к другому, хотя история свободно плавающих обменных курсов еще недостаточно продолжительна, чтобы предоставить этому надежные доказательства. До настоящего момента это, несомненно, было именно так — объем спекулятивного капитала во время Рейгановского круга благоденствия был намного больше, чем в период Картеровского порочного круга. Эмпирические исследования 1930-х гг. также показывают кумулятивный рост потоков "горячих денег", хотя в то время обстоятельства были несколько иными, поскольку валюты не были свободно плавающими.

Мы можем проследить, почему горячие деньги должны продолжать накапливаться, если реальные процентные ставки остаются высокими, а доход по материальным инвестициям низким:

хранение капитала в его ликвидной форме в растущей валюте более рентабельно, чем инвестирование его в материальные активы. Чтобы сделать это обобщение универсально верным, необходимо доказать, что свободно плавающие обменные курсы связаны с высокими доходами от финансовых активов и низкими доходами по материальным инвестициям. Давайте попробуем. Как мы уже видели, горячие деньги могут приносить огромные доходы, если основной тренд определен правильно; поскольку они способствуют установлению этого тренда, это утверждение, скорее всего, верно. Материальные активы — это обратная сторона медали, они не могут двигаться вслед за основным трендом, чтобы воспользоваться приносимыми им преимуществами. При подъеме валюты сектор торговых товаров, как правило, страдает. Конечно, падение валюты приносит огромные прибыли экспортерам, но, пострадав ранее, экспортеры не стремятся делать вложения таким образом, чтобы воспользоваться временным преимуществом: они предпочитают хранить прибыль в форме финансовых активов и вносят этим свой вклад в рост объемов горячих денег. Этот процесс можно наиболее отчетливо пронаблюдать на примере Великобритании, где экспортеры отказались расширять объем операций, в то время как фунт стерлингов упал ниже 1,10 долл. в 1985 г., невзирая на рекордные прибыли. И они были правы! К апрелю 1986 г. фунт поднялся выше отметки 1,50 долл. Таким образом, как рост, так и падение валюты не благоприятствуют материальным инвестициям и поощряют накопление горячих денег.

Мы можем попытаться сделать еще одно пробное обобщение. Когда долгосрочный тренд теряет свой импульс, как правило, возникает краткосрочная неустойчивость курса. Легко видеть, почему так должно быть: толпа, следующая за основным трендом, дезориентирована. Обобщение это является пробным, поскольку оно основано на недостаточных доказательствах. Это, несомненно, было именно так в тот момент, когда доллар изменил свой тренд в 1985 г.

Если эти обобщения действительно верны, отказ от системы свободно плавающих обменных курсов в конце концов неизбежен. Колебания курсов становятся

настолько значительными, что придется либо изменять систему с помощью государственного вмешательства того или иного рода, либо система потерпит крах. Таким образом, валютные рынки лучше всего подтверждают мое утверждение о том, что финансовые рынки по своей природе нестабильны. В них нет встроенного стремления к равновесию: в той мере, в какой мы нуждаемся в стабильности, мы должны ввести ее с помощью политики обдуманых мер.

В настоящее время эти выводы могут показаться читателю не особенно революционными, но в апреле-мае 1985 г., когда была написана эта глава, они, очевидно, противоречили расхожей мудрости. В то время существовала всеобщая обеспокоенность нестабильностью обменных курсов, но вера в магическую силу рынка была все еще сильна и знаменитое Соглашение в Плазе\* в сентябре 1985 г. просто шокировало тех, кто действовал в этот момент на валютном рынке. Даже сегодня все еще не существует теоретического обоснования утверждения о том, что система свободно плавающих обменных курсов является кумулятивно дестабилизирующей. Я надеюсь, что смог представить здесь такое обоснование. Я занимался спекуляциями на валютном рынке с момента введения плавающих курсов, но я не смог добиться стабильных прибылей на систематической основе. Согласно балансовым отчетам, в течение 1980 г. мои операции были прибыльными, а затем я терпел убытки в период с 1981 по 1985 г. Мой подход был пробным, основанным более на интуиции, чем на убеждении. По своему темпераменту я всегда был более склонен отслеживать поворотный момент, чем следовать тренду. **Мне** удалось успешно действовать как в период подъема, так и в период спада европейских валют по сравнению с долларом в 1981 г., но я слишком быстро вышел из игры. Потеряв связь с основным трендом, я нашел слишком унижительным для себя следовать за остальными, плывущими по течению; я попробовал вместо этого отловить поворотный момент в ходе событий — и, как можно понять, безуспешно. В самом начале 1984 г. я получил временные прибыли, но затем я их потерял. В то время, когда я писал эту главу, в апреле-мае 1985 г. я снова стал ставить в своих спекуляциях против доллара. Написание этой главы, несомненно, помогло мне прояснить свои соображения.

Эксперимент в реальном времени, описанный мной в третьей части книги, может считаться практическим испытанием изложенной здесь теории. Я признаю, что

теория слишком абстрактна для того, чтобы ее можно было использовать при разработке конкретных предсказаний. Например, время наступления поворотного момента не может быть определено до того, как этот момент действительно наступит. Но, как мы сможем увидеть, эта теория может быть очень полезной для объяснения хода событий по мере того, как эти события разворачиваются.

### К оглавлению

1\* Rate of return — ставка дохода: годовой доход от вложений капитала в реальный или финансовый актив в процентном выражении к стоимости этого актива (например дивиденд или сумма процентов по ценной бумаге, деленная на ее покупную цену). — *Прим. ред.*

2\* За год до окончания второй мировой войны, в июле 1944 г., на международной конференции 44-х стран-союзниц в г. Бреттон-Вудс, штат Нью-Гемпшир, были приняты соглашения, вступившие в силу в декабре 1945 г. По ним была создана послевоенная международная валютная система, включающая вновь образованные Международный валютный фонд и Международный банк реконструкции и развития. Кроме того, были выработаны правила, облегчающие международный валютный обмен и стабилизирующие обменные курсы, а именно: золото-долларовый стандарт, фиксированный обменный курс, обратимость валют. В 1971—1973 гг. был приостановлен обмен долларов на золото и введены плавающие курсы. Бреттонвудская система прекратила свое существование. — *Прим. ред.*

3\* Current account — текущий платежный баланс: часть платежного баланса страны, включающая торговый баланс, экспорт и импорт услуг, односторонние переводы, проценты и другие доходы по заграничным инвестициям. Capital account — баланс движения капиталов: часть платежного баланса страны, отражающая движение кратко- и долгосрочных-капиталов (сделки с ценными бумагами, банковские депозиты, прямые инвестиции). — *Прим. ред.*

4\* Plaza agreement — соглашение пяти ведущих стран Запада в сентябре 1985 г. в Нью-Йорке о координированных валютных интервенциях. — *Прим. ред.*