

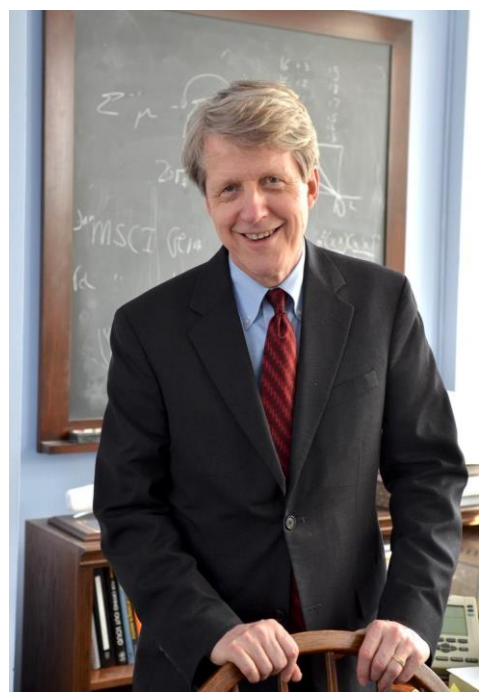
ОБРАТНАЯ СВЯЗЬ РОБЕРТА ШИЛЛЕРА

Роберт Шиллер (1946) – американский экономист, профессор экономики Йельского университета. Лауреат премии по экономике памяти Альфреда Нобеля 2013 года «за эмпирический анализ цен на активы».

«Визитная карточка» – *«Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками»*

С книгами автора можно ознакомиться по следующей [ссылке](#).

Twitter-аккаунт ученого можно найти по [ссылке](#), а его курсом (на русском языке) можно обнаружить [здесь](#).



Финансовые рынки и инвестирование сегодня стали настоящим мейнстримом как в среде молодежи, так и среди представителей более старших возрастов. Однако, на волне всеобщего энтузиазма почему-то все забывают, что частым гостем финансовых рынков являются «черные лебеди», «джокеры» и другие подобные им неожиданные кризисы¹. И как в такой ситуации выйти победителем и не потерять все свои вложения? Во что вкладываться лучше, в акции и облигации? Как оставаться рациональным, не поддаваться стадному чувству и не попасть в ловушку спекулятивного «пузыря»²?

Нобелевский лауреат Роберт Шиллер направил свой научный интерес на исследования фондового рынка, а именно, причин возникновения «пузырей» на рынках и влиянии на это социально-психологических факторов. По мнению ученого, финансовый рынок далеко не рационален, он непредсказуем и виной этому во многом является «иррациональный оптимизм» самих инвесторов:

¹ О Нассиме Талибе и его «черных лебедях» будет сделан отдельный материал.

² Спекулятивный пузырь – существенное отклонение цены (курса) некоторого актива, от его справедливого значения (прибыль, которую он может принести). Главной особенностью спекулятивного пузыря является ажиотажный спрос на актив, в результате чего, его цена растет большими темпами.

«... большинство инвесторов относятся к фондовому рынку как к природной стихии, не понимая, что они сами и определяют курс акций на рынке. Они недооценивают тот факт, насколько одинаково мыслят те, кто покупает акции»

Так что же такое иррациональный оптимизм?

«Иррациональный оптимизм – психологическая основа формирования спекулятивного пузыря. Я определяю последний как ситуацию, при которой новости о повышении цен подстегивают энтузиазм инвестора, распространяющийся, как инфекция, от человека к человеку, в больше преувеличивая рассказываемые истории, оправдывающие рост цен. В результате на рынок приходят все новые инвесторы, которых, несмотря на их сомнения относительно реальной цены объекта инвестиций, привлекает отчасти зависть к чужим успехам, а отчасти – азарт игрока».



Рис. 1.1. Курс и доходность акций, 1871–2009 гг.

Примечание: взято непосредственно из книги.

Автор выделяет как минимум 11 факторов³, обуславливающих эффект иррационального оптимизма на рынке, и как минимум 4 усилителя данного

³ К данным факторам Шиллер относит: 1) бурный рост капитализма и развитие общества собственников, 2) культурные и политические изменения, способствующие развитию бизнеса, 3) новые информационные технологии, 4) благоприятная денежно-кредитная политика государства, 5) бэби-бум и падение рождаемости, 6) расширение делового блока новостей, 7) оптимистичные прогнозы аналитиков, 8) распространение пенсионных планов с фиксированными взносами, 9) рост фондов взаимных инвестиций, 10) снижение инфляции и эффект денежной иллюзии, 10) увеличение объемов торговли на фондовом рынке и 11) расширение возможностей для азартных игр.

эффекта: а) доверие инвесторов к тем или иным ценным бумагам и финансовым инструментам, б) их ожидания относительно развития фондового рынка (рост или падение)⁴ и в) общественный интерес к фондовому рынку. Перечисленное объединяет в единое целое г) механизм *обратной связи*, который так же является еще одним усилителем эффекта иррационального оптимизма.

Как отмечает ученый, модели обратной связи в теории финансовых рынков уделяют небольшое внимание, что является серьезной ошибкой, препятствующей распознаванию «пузырей» и их превентивному «сдуванию». Сущность данного механизма Шиллер описывает следующим образом:

«В теории петли обратной связи исходное повышение курсов (вызванное к примеру, различными факторами, о которых мы говорили в предыдущей главе) ведет к еще большему росту курсов, поскольку возникает обратная связь и исходное повышение курса приводит к увеличению спроса со стороны инвесторов и, соответственно, стимулирует дальнейший рост курса. Второй цикл роста курса порождает третий, затем четвертый и т.д. Таким образом, влияние стимулирующих факторов на первоначальном этапе выливается в более значительное повышение курса, чем предполагалось самими факторами».

Автор выделяет два подхода к объяснению возникновения обратной связи. Первый связан с так называемыми адаптивными ожиданиями, когда прошлые повышения курсов стимулируют возникновения ожиданий повышения курсов и в будущем. Второй подход основывается на том, что петли обратной связи возникают в результате повышения доверия инвесторов, обусловленного последовательностью повышений курсов в прошлом. Помимо этого, ученый выделяет и причины эмоционального характера, не связанные ни с ожиданиями, ни с доверием инвесторов (например, желание придержать и прикупить растущие акции, чтобы заработать еще больше).

Можно выделить несколько видов обратной связи (Таб. 1):

⁴ Особенно интересны ожидания «новой экономической эры», которые неизменно приводили к раннему или позднему падению рынка.

Таблица 1. Некоторые виды «обратной связи»

Вид обратной связи	Характеристика
«цена–цена»	Повышение курса ведет к росту активности инвесторов, и в итоге возникает обратная связь в виде дальнейшего увеличения курса.
«цена–ВВП–цена»	Увеличение прибыли, приносимой фондовым рынком или рынком жилья, приводит к росту благосостояния участников рынка, а следовательно, и к их последующим расходам на такие предметы потребления и инвестиции, как вновь построенные дома, предприятия и оборудование. Увеличение расходов влияет на размер ВВП, а картина новых экономических успехов подталкивает людей активнее инвестировать на различных рынках. Общество интерпретирует рост уровня ВВП как свидетельство здоровой и сильной экономики, а не надувающегося пузыря, что на самом деле и является его первопричиной.
«цена–доходы компаний–цена»	Повышение курса акций на фондовом рынке подвигает людей больше тратить, что стимулирует рост корпоративной прибыли, а это, в свою очередь, интерпретируется как хорошие новости относительно самих компаний. В итоге люди начинают еще оптимистичнее смотреть на фондовый рынок и в конце концов своей игрой стимулируют рост курсов акций.

В качестве примера действия энтузиазма инвесторов и механизма обратной связи можно привести принцип работы финансовых пирамид, когда управляющей пирамидой обещает вкладчикам большую прибыль. Сами же деньги никуда не инвестируются, а прибыль выплачивается первым инвесторам из денег, полученных из второй волны вкладчиков и т.д. Когда вкладчики собственными глазами видят, как другие заработали целое состояние, участвуя в такой пирамиде, их энтузиазм и доверие к пирамиде, как и их отчисления растут еще больше. Как можно заметить, пузыри на рынках и финансовые пирамиды очень друг на друга похожи.

«Надо сделать оговорку, что хотя один мелкий инвестор не способен повлиять на рынок, множество инвесторов, думающих одинаково и совершающих одинаковую

ошибку, способны повлиять на ситуацию на рынке. Но это вредное влияние – влекомые своими заблуждениями, они лишь надуют «мыльный пузырь», который в итоге лопается и уничтожает их сбережения. Очень сложно не поддаваться общему психозу и не принять хотя бы самое малое участие в этом «надувательстве». Даже аналитики оказываются под властью этого иррационального стремления» (из предисловия к книге).

Как понять, что на рынке возникают пузыри? Для этого Роберт Шиллер разработал специальный инструмент – соотношение «цена-прибыль» с поправкой на цикличность (CAPE - Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio), который отражает справедливость оценки рынка акций в целом или отдельных акций в частности.⁵ Иными словами данное соотношение показывает во сколько раз стоимость акций изучаемых компаний превосходит среднюю заработанную ими годовую прибыль за 10 прошедших лет с поправкой на инфляцию. Например, если стоимость акций корпорации N стоит 30 млрд. долл. США, а компания за прошедшие 10 лет в среднем заработала 1 млрд. долл. США. ежегодно, то соотношение CAPE будет равно 30. Это значит, что на данный момент времени стоимость корпорации составляет 30 годовых ее прибылей, т.е. должно пройти как минимум 30 лет, чтобы Вы отбили свои вложения. Иными словами, компания попала в пузырь.

На данный момент ситуация на американском фондовом рынке выглядит следующим образом:

⁵ О том, как рассчитывается CAPE см.: «Что такое коэффициент CAPE?» // URL: <https://journal.tinkoff.ru/cape/> или «Соотношение «цена-прибыль» Шиллера и пузыри на рынке акций» // URL: <https://habr.com/ru/company/dbtc/blog/551536/>



Соотношение «цена/прибыль» с поправкой на цикличность для рынка акций США.

Как Вы можете видеть из рисунка, соотношение CAPE показывает одно из рекордных значений. Значит ли это, что рынок скоро рухнет? Не обязательно. В этом и есть определенный недостаток такого соотношения – оно не дает точной даты обвалы рынка, но сигнализирует что рынок сильно переоценен и ситуация далеко не в порядке.

Шиллер отмечает, что фондовый рынок таит в себе множество опасностей как для неподготовленного новичка, так и для опытного инвестора: эмоциям, энтузиазму и азарту подвержены все.

«Несмотря на то, что изначально главным объектом книги было происходящее в тот момент в экономике, она также рассказывает и о том, как ошибочные человеческие суждения могут заразить даже самые умные головы, и все благодаря самонадеянности, невнимательности к деталям и излишнему доверию к чужому мнению. А это возникает из-за неспособности понять, что чужое мнение является не собственным мнением говорящего, а лишь пересказом услышанного от других. В итоге слепой ведет слепого».

Пример вопроса, который Вы могли бы использовать в своем исследовании:

(вопрос для экспертов) **По Вашему мнению, не представляет ли российский фондовый рынок сегодня спекулятивный пузырь?**

- Да, представляет;
- Нет, не представляет.