

**THE
ALCHEMY
OF
FINANCE**

READING THE MIND OF THE MARKET

GEORGE SOROS

NEW PREFACE FOREWORD BY PAUL TUDOR JONES II



John Wiley & Sons, Inc.

New York • Chichester • Brisbane • Toronto • Singapore

**АЛХИМИЯ
ФИНАНСОВ**

РЫНОК: КАК ЧИТАТЬ ЕГО МЫСЛИ

ДЖОРДЖ СОРОС

НОВОЕ ПРЕДИСЛОВИЕ

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО:
ПОЛ ТЮДОР ДЖОНС ВТОРОЙ

Перевод с английского
под редакцией Ф.В. Широкова

Москва
ИНФРА-М
2001

ББК 65.9(А2)26

С65

Перевод: Аристова Т. С.

Научный редактор: Широков Ф. В.

С65 Сорос Дж. Алхимия финансов. — М.: ИНФРА-М, 2001. — 416 с.

ISBN 5-86225-166-9 (русск.)

ISBN 0-471-04206-4 (англ.)

Имя Джорджа Сороса говорит само за себя, но, вероятно, не все читатели знают, что Дж. Сорос — доктор honoris causa Оксфордского университета. Многие финансисты управляют более крупными фондами, чем Квантум Фонд, зарегистрированный Дж. Соросом на острове Кюрасао, но *Алхимию финансов* написал он один. Ученая степень, даже почетная, дается не за успехи в бизнесе — Дж. Сорос *крупный исследователь*, и его имя, безусловно, войдет в историю экономической мысли. *Алхимия финансов* дает набросок построенной им теории — теории рефлексивности, и Дж. Сорос, вплотную подошедший к созданию *исчисления*, сожалеет, что не может полностью выполнить эту работу. Использование механизма рефлексивности в соединении с финансовой экстрасенсорикой принесло ее автору миллиарды долларов и сделало финансовую теорию *экспериментальной наукой*. Это описано им в *Алхимии финансов*.

Дж. Сорос подчеркивает, что Алхимию нельзя считать руководством для практического инвестора, но вспоминаются аналогичные оговорки, скажем, фирмы Стэндрд энд Пуэр'з по поводу ее рейтингов ценных бумаг. Это скорее правовые оговорки, защиты от спекулянтов по предъявлению претензий.

Интеллект и экстрасенсорика — вот что создает неповторимый аромат этой книги, и мы рекомендуем ее многим категориям читателей. *Алхимия финансов с интересом прочтут инженер и психолог, про-граммист и философ, банкир и политик*, если, впрочем, политики читают хоть что-то, кроме собственных интервью.

Многие страницы книги написаны будто специально для России, страны, которая сегодня снова блуждает во мгле...

ISBN 5-86225-166-9 (русск.)

ISBN 0-471-04206-4 (англ.)

ББК 65.9(А2)26

Copyright © 1987, by George Soros
Copyright © ИНФРА-М, перевод
на русский язык, 1996

СОДЕРЖАНИЕ

От автора.....	8
Вступительное слово.....	9
Предисловие.....	11
Введение.....	19

Часть первая ТЕОРИИ

1. Теория рефлексивности.....	34
Антиравновесие.....	34
Проблема несовершенного понимания.....	39
Проблема общественных наук.....	42
Предпочтения участников.....	49
Концепция рефлексивности.....	50
Рефлексивность или равновесие?.....	53
2. Рефлексивность на фондовом рынке.....	55
3. Рефлексивность на валютном рынке.....	83
4. Кредитно-регуляторный цикл.....	97

Часть вторая ИСТОРИЧЕСКАЯ ПЕРСПЕКТИВА

5. Проблема международного долга.....	108
6. Коллективная система займов.....	124
7. Рейтановский Имперский Круг.....	132
8. Эволюция банковской системы.....	142
9. "Олигополизация" Америки.....	155

**Часть третья
ЭКСПЕРИМЕНТ
В РЕАЛЬНОМ ВРЕМЕНИ**

10. Точка отсчета: август 1985 г.	168
11. Фаза 1: август 1985 г. — декабрь 1985 г.	177
12. Контрольный период: январь 1986 г. — июль 1986 г.	230
13. Фаза 2: июль 1986 г. — ноябрь 1986 г.	274
14. Заклочение: ноябрь 1986 г.	330

**Часть четвертая
ОЦЕНКА**

15. Возможности финансовой алхимии: оценка эксперимента... 342
16. Трудности общественных наук..... 353

**Часть пятая
ПРЕДПИСАНИЯ**

17. Свободные рынки и регулирование..... 360
18. К международному центральному банку..... 368
Обменные курсы..... 372
Международные задолженности..... 374
Нефть..... 379
Международная схема стабилизации цен на нефть с помощью буферного запаса..... 379
Международная валюта..... 385
19. Паралокс системной реформы..... 389
20. Крах 1987 года..... 393

*Моей Сюзан,
если бы не она, эта книга была бы написана
значительно раньше*

Эпилог.....	410
Примечания.....	415

ОТ АВТОРА

Многие ознакомились с рукописью книги или некоторыми ее разделами на различных стадиях работы. Я не могу перечислить всех, их список 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 Антонио Фолья, который подготовил графики, иллюстрирующие ход эксперимента в реальном времени. Дарри Кварелло 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 Даркин, Роберт Миллер, Стивен Окун, Джо Ороfino, Стефан Платт, Аллан Рафаэль и Анн Стайерс.

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 типовой случайных блужданий!

Подобно биржевикам, достигшим совершенности в конце "сумасшедших семидесятых" и в восьмидесятых, *Ахилис Финансов* была в чем-то революционной книгой. Вспомните, 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 представляли будущее движение цен. Мы проводили день за днем перед экранами, записываясь в отступающей какофонии информационных перегрузок. За возможным исключением волновой теории Эллиота, 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 *Ахилис 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, являлась первой современной нетехнической попыткой описать и спрогнозировать динамическое взаимодействие между участниками процесса. В этом блеск этой книги. Она описывает динамику движения между моментами крайних оленок 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 *Ахилис Финансов* и перечитываю описание инвестиционных кампаний Сороса. Изучение того, как он справлялся с трудностями, является отличным руководством как проывать замкнутый круг ошибочных привлек, в которые время от времени попада-

ет каждый инвестор. Успех заразителен. В этой книге приведены многочисленные примеры поведения биржевика на рынке, которые найдут много численных 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*, являясь руководством по ведению операций на рынке, имеющим непреодолимую 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 потрасающий выродок! Я прочел твою книгу!"^{1*} Больше добавить нечего.

Алхимия, помимо всего прочего, прекрасно представляет экономическую и политическую историю последних лет. Начиная с невольного дельного 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.

Историю, вероятно, запомнит Сорос 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 знаю 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 многочисленными и значительными гуманитарными проектами делал 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^{2*}, прокладывает себе путь к вершинам финансовой лестницы, откладывая по 18 часов в день и переживает 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 Теодор Джордж Виттор

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

^{2*} Young Turk — младотурок: член политического движения в Турции начала XX в., стремившегося к радикальному изменению цивилизационной фазы. — *Прим. ред.*

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, не смотря на некоторые потери во время краха 1987 г. Квантум Фонд также положил начало многочисленным филиалам, и некоторые из них показывают даже лучшие результаты, чем курница, несущая золотые яйца. Начиная с 1989 г. мы решили распределить 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 Дракемиллером. Он в это время управлял другим фондом и он нашел меня, поскольку моя книга его заинтересовала. 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 управленческий фонд, 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 расширить 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 гурู, я не мог не отреагировать, когда он был мне навязан. В действительности я даже приветствовал это, поскольку полагаю, 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 стано-

виться контрпродуктивной, рынок ответил резким давлением вниз на немецкую марку. Когда же я возражал против европейской политики в Боснии, меня либо игнорировали, либо мне советовали поддерживать ту область, в которой я разбираюсь. Наихудшие результаты моей деятельности имела во Франции, где я воздержался от спекуляции 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 гурู 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 резкое расхождение восприятий и реальности, и условия, далекие от равновесного состояния, когда действует рефлексивный механизм двойной обратной связи и тенденции к сближению восприятий 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 односторонним 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 *Ахмиях финансов*. В конце первой главы я провел различие между обычными 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 объективными 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, подпадающих наблюдению, условий к наблюдаемым участникам, 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 подпадающим 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.

Отдаваясь 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 превалирующее 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 предпочтение 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 неопределяемой, а так называемую равновесную цену — нерелевантной.

Никто не станет отрицать, что отдельные участники рыночного процесса действуют, опираясь на оценки, основанные на их предпочтениях; но расколов мудрость плагит, 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 предлагал общую теорию исторических процессов, основанную на постоянном перекрестном взаимодействии между восприимчивыми и реальностью, как я сделал это в *Ахмиях финансов*. Это не значит, что общая теория неверна; это значит лишь то, что понятие рефлексивности становится более значимым, если его прибавить для тех случаев, когда в действительности действительно возникает двойной обратной связи.

Ахмия 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 преобладающее предпочтение влияет на рыночные котировки. Вторая часть — о том, что преобладающее 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 Кейнс**, в которой отсутствие рефлексивности составляет особый случай. Было бы лучше саму 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. Фелорова, Е.Г. Коваленко и Ю.Д. 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, настает 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 сделал понятие рефлексивности — которое можно пронаблюдать и превратить 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 прямой, какой кажется. 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 следил это в *Дыхании финансов*, когда анализировал Рейгановский Имперский Крут, а после публикации этой книги я нашел другие примеры, такие, как Германский Имперский Крут, возникший после падения Берлинской стены (лекция, прочитанная 29 сентября 1993 г. и озвученная: "*Перспективы европейской деинтеграции*"). Но есть и опасность зациклиться 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 подтема-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 непреодолимый 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. Познавать себя — *gnothi auron, 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 сулорожно 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 "единственным методом" — утверждение о том, что методы и критерии, кото-

* *gnothi auron* (греч.) — познай самого себя. Нашлись на фронтоне храма Аполлона в Дельфах; чаще всего приписывается Фалесу. Вторая часть — *nosce te ipsum* — перевод греческого изречения на латинский. — *Прим. ред.*

рые 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 жила.

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 односторонний 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 левередж — 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 ак-

ций 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 отделить себя от своих инвестиционных решений. Я должен был использовать все свои интеллектуальные возможности и с великим изумлением и удивлением 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 строятся 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 функционировать финансовые рынки. Однако я считал 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 утверждал, 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 эпизодное удовольствие, 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 левелджа* 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 валютных систем. Я 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 сказались и на результатах моей инвестиционной деятельности, пока я не пересмотрел свои взгляды в процессе работы над этой книгой.

* Leverage (англ.) — привлечение заемных средств. Существует много форм левелджа, простой из которых — покупка активов на займы денег (например, покупка "на марже"). — *Прим. ред.*

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 запрашивали бы столько усилий, чтобы испытать ее из предмета своего исследования.

Эта книга является заключительной попыткой изучить последствия рефлексивности. Я пытался избежать трудностей, с которыми я сталкивался в прошлом, используя противоположный подход к предмету. Вместо того, чтобы увязать в трясине абстрактной теории, я собирался 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. Стучился 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, кото-

рую 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, гласившая, 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 заемщиком 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 отличаются 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 подъема-спада. Но спад является сжатым во времени, поскольку попытки ликвидировать займы вызывают схлопывание стоимости залога.

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 составить 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 осознать, 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 регулярным 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 совпадать 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 пытаюсь применить эту сложную и в значительной степени пробную схему к интерпретации современной истории экономики и финансов. Само собой разумеется, что здесь действует на много 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, мании слияния компаний и международное движение капитала.

До 1982 г. история довольно четко следовала модели подъема-спада, 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 Крутом: 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 Крут 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 Крут 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 полагаю, что будущее Имперского Крута чрезвычайно важно, эксперимент слу-

жил 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 неожиданным результатам: 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 сменить 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 практического 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 признать 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 рассмотреть 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 сформулированной теории. Идеи о том, что предпочтения участников играют важную причинную роль в исторических событиях, являются и истинной, и интересной, но она слишком обща, чтобы считаться теорией, которая могла бы помочь объяснить и предсказывать ход событий. Я установил, что схема подъем-спад приложима к некоторым развитым событиям 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, процвета 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 объяснить и предсказывать ход событий тем способом, к которому мы привыкли за время нашего длительного романа с естественными науками, той простой причине, что рефлексивные процессы не могут быть

объяснены и предсказаны таким способом. Необходим иной подход, и эта книга является попыткой его разработать. Ее лучше всего рассматривать как часть процесса открытия, а не как законченное издanie.

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 представления мне слова. Я попытаюсь не злоупотреблять этой привилегией.

Представится 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-регуляторного 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.

Пята часть пытается представить 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 прибыли; 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, незримо, во всех наших наблюдениях. Это не так. Равновесие как таковое редко наблюдается в реальной жизни — рыночные цены имеют зигзастную 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. Независимо от того, что она была

впервые предложена около двухсот лет назад, она ни разу не была презвождена, усовершенствована 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 производств на компаниях 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 рассуждений 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; достаточное 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 информации¹.

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

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

са 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 наводятся за пределами экономики? 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 личной методологическим подходом. 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 изменят 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 выплаты, эта способность стран-должников истощается. 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 рассмотреть 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. Таковыми в значительной степени являются рынки ценных бумаг, иностранной валюты, банковские операции и все формы кредитования. Микроэкономическая теория может по-прежнему игнорировать это, 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 кру-

гами 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. По-настоящему 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 пониманием 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-естествознателя. (Я должен выбрать именно ученого-естествознателя, поскольку ученые — специалист по общественным наукам сталкиваются 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 учебного-естественника также не является совершенным. Отнюдь нет. Как показал Карл Поппер³, 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 развиваться далее. Независимая, 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 никак не 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 отвечающие⁴ — 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 неточна, 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 учеными-естественниками; 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 участники событий находятся 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 мышления 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 — мышление, область эта сжимается до нуля.

Проблема общественных наук

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 "прозорчества, 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 попытался 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"; то есть, утверждение о том, что одни и те же методы применимы как в естественных, так и в общественных науках. Независимо от того, что эта точка зрения не стала общепризнанной, она также не была и окончательно отвергнута. Я попытался сделать это сейчас.

Чтобы оценить проблему, создаваемую мыслящими участниками, необходимо более внимательно рассмотреть, как функционировал научный метод. С этой целью я обратился 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 подтвердить

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 предстает собой научное наблюдение. Очевидно, что единичное наблюдение, сделанное единственным 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

* 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.*

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, стремившегося навязать свою волю предмету наблюдения, является попытка обратить простой металл в золото. Ахимики долго и напряженно боролись, пока наконец неудачи не вынудили их оставить свои попытки. Они были обречены, поскольку поведение простых металлов подчиняется законам, имеющим универсальную действительность, 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 подпадают 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 оста-

ются за пределами его досягаемости. Естественные науки уже не ткнулись на ограничение в виде принципа неопределенности Гейзенберга, но предел этот был достигнут лишь после значительно-то 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 отбрасывает 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, теории 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 наукам общественным можно сравнить со стараниями алхимиков использовать магию в сфере действия наук естественных. Однако в то время как провал алхимиков был близок к полному, учеными — специалистами 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 ис-

пользуется верная теория; но в области вопросов социальных, политических и экономических эффективными могут оказаться и неверные теории. Хотя алхимия как естественная наука потерпела неудачу, социальная наука как алхимия может преуспеть.

Это приводит нас к рассмотрению отношений между ученым и 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 умоакто-чениями, 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, подчиняющимися 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 результаты, которые могут быть получены при соблюдении этих соглашений, и, что еще печальнее, это открывает дорогу к получению ценных результатов при их нарушении. Многие могут быть достигнуты 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 легковверную публику большее влияние, чем теория, в которой открыто 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-модель неприменима к ситуациям, имеющим мыслящих участников. Мы должны отвергнуть доктрину о единстве метода и прекратить рабочую имитацию естественных наук.

D-N-модель была с таким успехом использована в области естественных наук, что ее начали приравнивать к научному методу. Прогноз судьбы модель эта была в значительной степени превзойдена современными естественными науками; общественные науки, тем не менее, все еще пытаются соперничать с достижениями естественных 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 различных 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 восприимчивостями 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 пред-

сказание. 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, укладывающиеся 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. Несовершенным 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 наступаает, 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 различных между результатом и ожиданиями, так и в фактическом ходе событий. Явление, которое частично поддается наблюдению, а частично погружено в общее течение событий, будет поддаться 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 зависит 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.

* Авторские термины *cognitive* и *participating*; возможны русские термины "функция обдумывания" и "функция участия". — *Прим. ред.*

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 взаимодействием "рефлексивностью", используя слово, которое французы употребляют для обозначения плагиата, субъект и объект которого совпадают. Используя простейшую математику, можно представить рефлексивность как пару рекурсивных функций:

$$y = f(x) \text{ когнитивная функция}$$

$$x = \phi(y) \text{ воздействующая функция.}$$

Следовательно,

$$y = f[\phi(y)]$$

$$x = \phi[f(x)].$$

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 мышление участников, последовательность событий не ведет напрямую от одного набора фактов к другому; вместо этого она перекрестным образом, напоминая шнурка от ботинок, соединяет факты с их восприятиями, а восприятия с фактами. Таким образом, концеп-

ция 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.

Концепция 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 отделиющаяся 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 процесс 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 неустойчивым. Цель, к достижению которой должен вести процесс взаимного уравновешивания, 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 — рутинной. 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 толь-

ко 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, затмеваемый 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. Перфразирю 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 опыте пытаются предугадать будущее с помощью любых возможных ориентиров. Результат, как правило, огничен 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 удавалось 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 попытался исследовать роль рефлексивности на финансовых рынках; это значит, что я пытаюсь проинтерпретировать их функционирование как исторический процесс.

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 упоминал 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 представлга 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, обеспечивавшими 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 irrelevantной, а в худшем — вводящей в заблуждение. Наблюдение обнаруживает постоянные изменения независимо от того, в течение какого срока оно производилось. Можно признать, что погрешка событий, которая, как считают, отражается в изменении 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. Несомненно 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 ценность, 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 компаний: 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.

* 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.*

Если иметь место бросающиеся в глаза неувязки между прева-лирующими ценами 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 опираиваются. 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 соглашались 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 стоимостями за акциями активами. Я утверждало, 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 ожидаемыми участниками и действительным ходом событий как на каузальный фактор в этом процессе.

Объяснение этого процесса я хотел бы начать с рассмотрения этой неувязки. Я не исключая возможность того, что события могут действительно отвечать ожиданиям людей, но я считаю это предельным случаем. Переводя это утверждение на язык рыночных терминов, я утверждало, 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 утверждало, что она может быть объяснена влиянием предпочтений участников на ход событий. Например, считается, что фондовый рынок предчувствует наступление рецессий; 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 превалярующего 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 "превалярующим 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 аттрибуции индивидуальных восприятий 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 "превалярующего 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, превалярующее 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, невидя на то, осознан ли он вкладчиками или нет. Степень его влияния на котировки рынка будет, конечно, варьироваться в зависимости от взглядов участников. Тренн котировок может быть затем поставлен 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 восприятии 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 противоречий: 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, расходжение между ожидаемым и действительным изменением котировок становится все более значительным, и наоборот, когда оно самокорректируется, это расходжение уменьшается. Что касается котировок, то мы будем описы-

вать 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 подтвержденным влиянием 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, самоусливающийся процесс начинается в обратном направлении. В конце концов движение вниз также достигает предельной точки и сменяется обратным процессом.

Как правило, самоусливающийся процесс проходит через необходимый коррекцию на ранних стадиях, и, если он ее выдерживает, предпочтительнее, как правило, становится самоусливающимся 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 разбиваются 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, включается 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 подпадают лишь частично под наблюдение, 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.

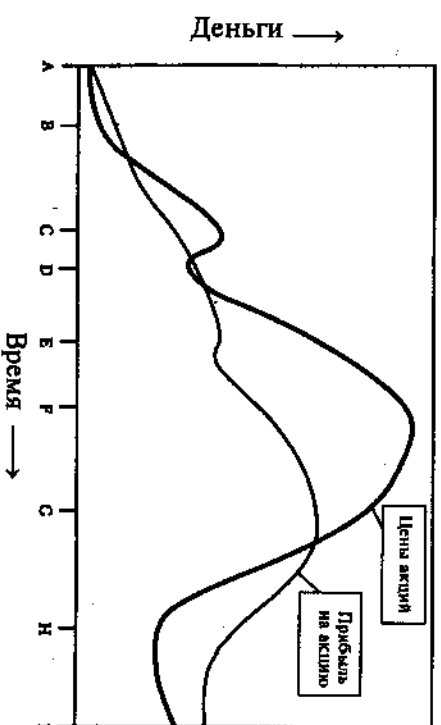
Типичное поведение указанных двух кривых следующее. (см. график на стр. 63). Сначала признание основного тренда запаздывает, но тренд достаточно силен для того, чтобы проявлять себя в чистой прибыли на акцию (AB). Когда основной тренд наконец осознается, он усиливается возрастающими ожиданиями (BC).

* 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.

Возникают сомнения, но тренд продолжает действовать. Или же тренд пропадает, но затем вновь восстанавливается. Такое испытание может повториться 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 часотично инкорпорировано в обе приведенные кривые, а частично отражено в расхождении между ними.



Большое достоинство этой модели состоит в том, что она использует переменные, подпадающие количественному выражению. Котировки выступают как удобный представитель ситуации, к которой относятся предпочтения участников. В иных исторических процессах ситуацию, связанную с восприятием ее участниками 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 предстает 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 изменены. Чистые прибыли, дивиденды, оценка активов, движение наличности: все эти измерители имеют значение наряду со многими другими, но относительно 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 требуется.

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 движутся 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 ощущать 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 превалирующим 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 превалирующее предпочтение скорее всего будет быстро корректироваться, как мы можем видеть в еже-

дневных 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 учитывая 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 превалирующем предпочтении. Если изменение предпочтения повораживает основной тренд, процесс начинается, самоусиливаясь, развиваясь 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; расущая убежденность, приводящая к росту расхождения между ожиданиями и реальностью; ошибка в оценках; точная экстраполяция; 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 интринсент, 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, представляющая частичное объяснение динамики котировок на фондовом рынке, может быть очень полезной для ин-

вестода, 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 применявшейся 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 некоей реальности, лежащей в их основе, а не как на активный интринзент 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.

Первые 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 легко ошибочное убеждение, распространявшееся среди инвесторов. Инвесторы стали придавать большее 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 поднывавшиеся 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 удается 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 выражалось 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-Ворт (позднее LTV ЭЛТиВи) — вот лишь некоторые из них. Они начали приобретать более обыкновенные компании, и с ускорением роста чистой прибыли на акцию кратное прибыльности возросло, вместо того, чтобы снижаться. Их успех привлек подражателей, и в скором времени даже самые заурядные компании могли достигнуть высокого кратного прибыльности своих акций, притеснившись в гонку приобретений. Например, большая часть доходов Отдена была получена от торговли металлургическим 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 отменной воды. Сначала результаты работы каждой компании

* 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 Р/Е. Русская терминология не вполне установилась. — *Ирин. ред.*

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 прибыльность 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 этому 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 Банк: после долгой борьбы регулирующим органам удалось предотвратить сделку.

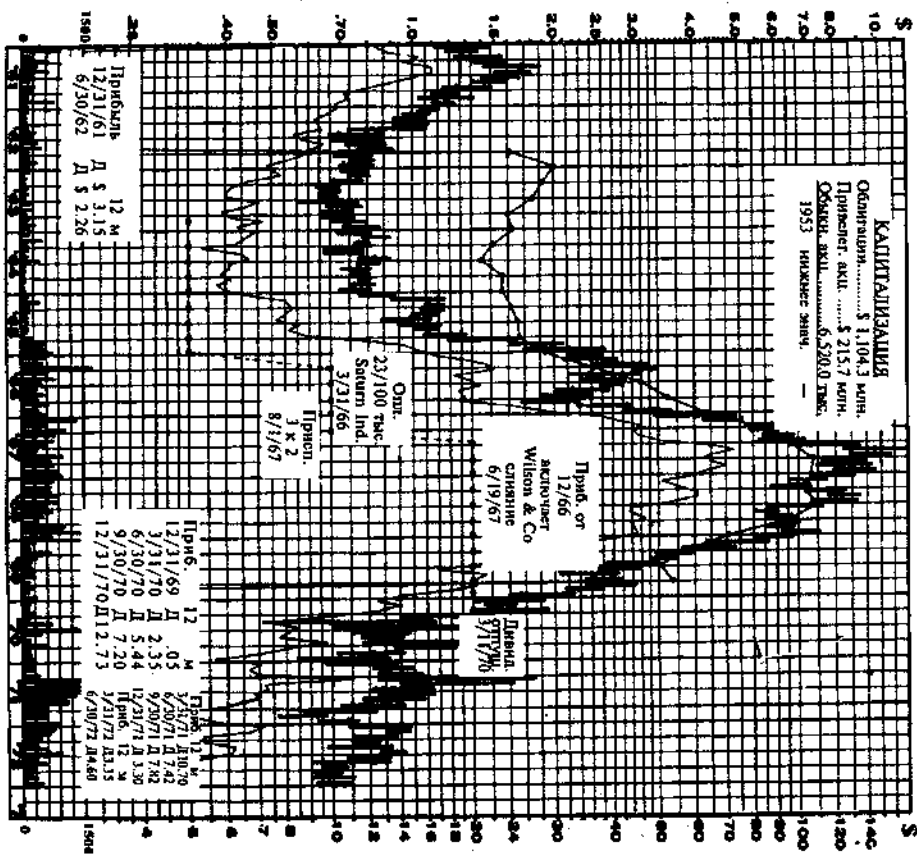
Когда цены на акции начали падать, спад ускорил сам себя. Благоприятное влияние приобретений на прибыльность на акцию уменьшилось и в итоге делать новые приобретения стало бессмысленно. Стали проявляться внутренние проблемы, которые были замечены под ковер в течение периода быстрого внешнего роста компаний. 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 танцевать лягушку повседневно управления компанией. Ситуация усугублялась депрессией, и многие высоко влетевшие 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.

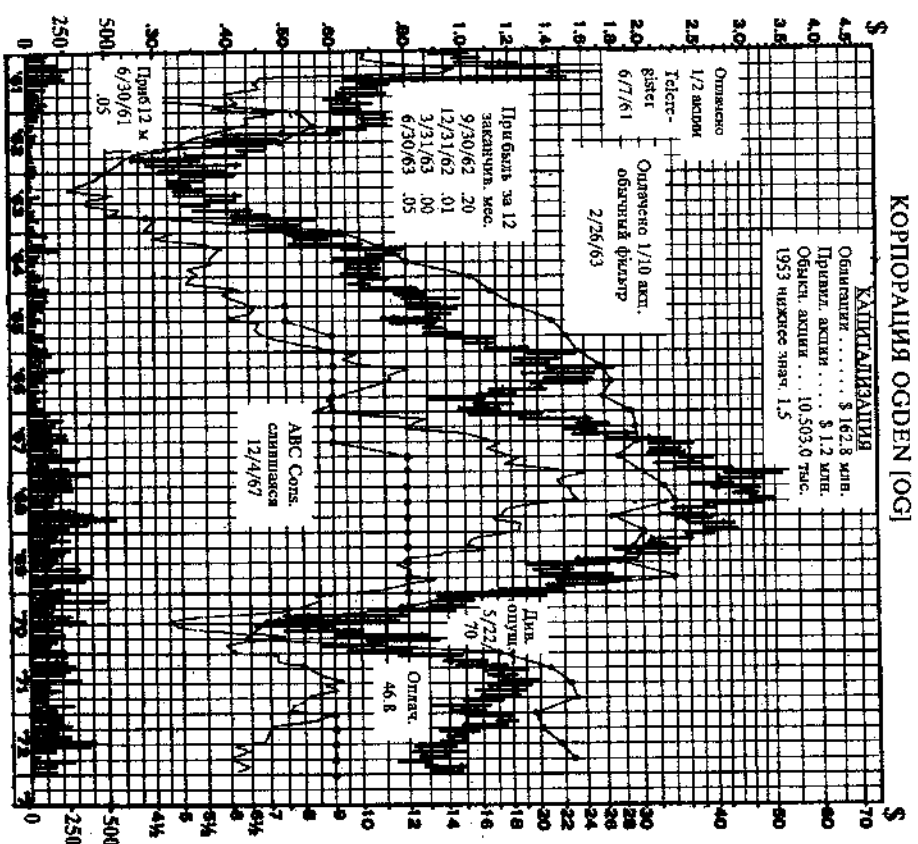
* В оригинале go-go fund managers, or gun slingers. — Прим. ред.

** 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. — Прим. ред.

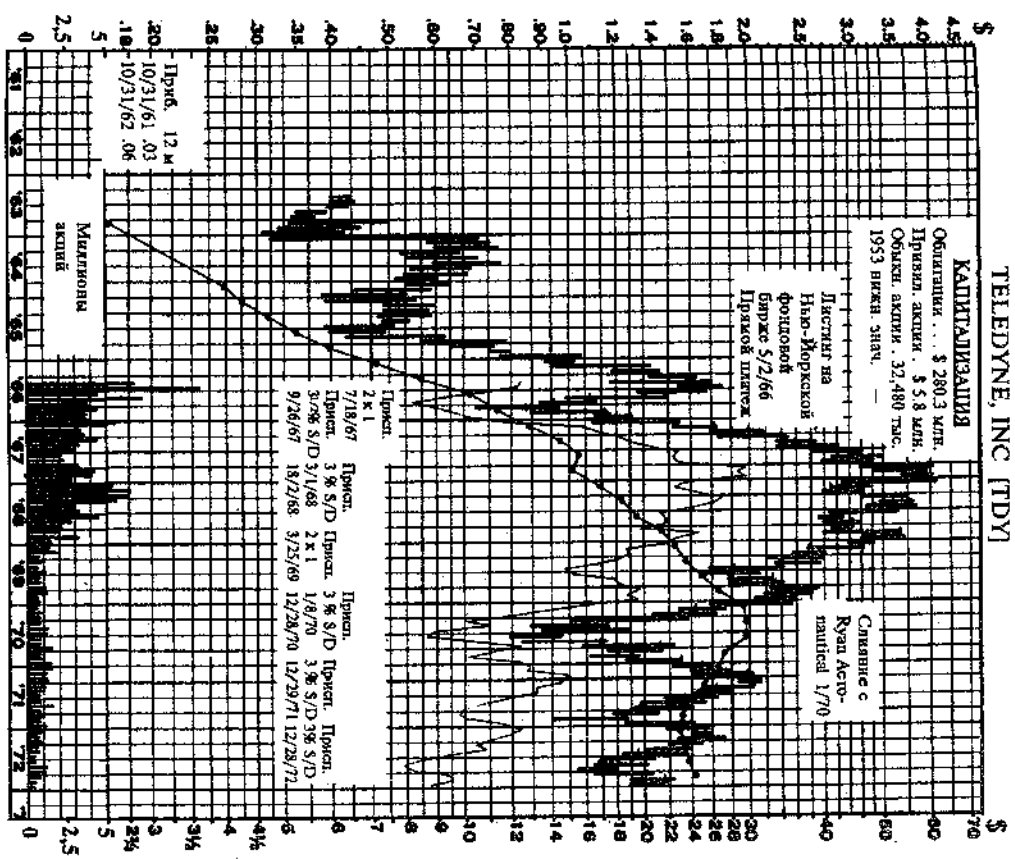
вазась, а компании, пережившие этот период, часто уже под новым руководством, постепенно выбирались из-под обломков. Бум конгломератов превосходно подходит для иллюстрации моей элементарной модели, так как "фундаментальные условия" легко просчитываются. Инвесторы принимали решения на основе сообщений о чистой прибыли на акцию. Независимо 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., Bos-
 ton, MA 02116.



Предоставлено компанией Securities Research Company — отделением
 компании Babson-United Investment Advisors, Inc. 208 Newburg St., Bos-
 ton, MA 02116

Из всех случаев, когда и сталкивался с последовательностью 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 распределить свою прибыль, не уплачивая корпоративных налогов, при условии, что они распределят 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, основывая часть которого выглядела следующим образом:

ДЕЛО ОБ ИПОТЕЧНЫХ ТРАСТАХ

(Февраль 1970 г.)

Концепция

С поверхностной точки зрения ипотечные трасты наноминуют 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 акций которого составляет 10 долл., а доход на акционерный капитал равен 12%,

* 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.*

** 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.*

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 ожиданиям 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 выступившие 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 прибыли, 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 прибыли.

Вместо отдельного прогнозирования возможного в будущем хода прибыли 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 большее число инвесторов готово платить при данном темпе роста чистой прибылью на акцию.

Сценарий

Действие первое: В настоящее время реальный доход по строительным ссудам является оптимальным. Процентные ставки высоки, а потери 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 выплачивать 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 на пониженный реальный доход. Вместе с ростом рынка и признания у инвесторов продолжная надбавка к номинальной стоимости акций может продолжаться расти. Скорее всего, ипотечные трасты используют все преимущества, которые даст им эта надбав-

ка, 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 бороться 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 желания покупать с надбавкой акции, даже приносящие 12% дохода на акционерный капитал. Мы сомневаемся, однако, 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 самоусиливающийся процесс последних лет, в значительной степени связанный с компьютерами и с компаниями, предоставляющими в аренду компьютеры, вступит в эру потрясений. При таком положении вещей должно быть достаточно средств для самоусиливающегося процесса, который только-только начинается, особенно если "других игр в городке не предвидится".

Если процесс так и не начнется, вложения инвесторов будут в определенной степени защищены номинальной стоимостью акций. На рынок выходят новые трасты, акции которых продаются по номинальной стоимости плюс комиссия за размещение (обычно 10%). Недавно образованные трасты все еще предлагают свои акции со все еще небольшой надбавкой. Следует напомнить, что когда активы фондов будут в полном объеме использоваться в промежуточных займах, ипотечные трасты смогут обеспечить 11% дохода по номиналу без привлечения займов под капитал и 12% дохода при займах под капитал в соотношении 1:1. Небольшая надбавка сверх номинальной стоимости акции представляется оправданной даже в случае отсутствия дальнейшего роста.

Если самоусиливающийся процесс все-таки начнется, держатели акций трастов, находящихся под квалифицированным управлением, смогут получать значительный совокупный выигрыш от высокого уровня доходов по вложениям, от роста объявленной стоимости акций и от повышения разницы между продажной ценой акций и их объявленной стоимостью в течение последующих нескольких лет. Потенциал возможного роста капитала имеет тот же порядок, что и в начале любого из самоусиливающихся процессов, имеющих место в недавней истории фондового рынка.

Мой ответ 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 сулило 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 позволили из одного банка в Кливленде и попросили новую копию, поскольку их экземпляр столько раз перекопировался на ксероксе, что читать его было уже невозможно. В то время существовало лишь несколько ипотечных трастов, но акции их пользовались таким спросом, что примерно за месяц цена их практически удвоилась. Спрос породил предложение, и целый поток новых эмиссий наводнил рынок. Когда стало очевидным, что поток новых ипотечных трастов неиссякаем, цены упали почти так же быстро, как и поднялись. Очевидно, что читатели моего отчета, не приняв во внимание легкости проникновения на рынок новых компаний, но их ошибка была в скором времени исправлена. Тем не менее их воодушевление помогло начаться самоусиливающемуся процессу, описанному в отчете. Последующие события следовали схеме, описанной в отчете. Возник бум на акции ипотечных трастов, не настолько сильный, как после публикации моего отчета, но оказавшийся более продолжительным.

Я сделал серьезные вложения в ипотечные трасты и получил некоторую прибыль, когда реакция на мое исследование превлила мои ожидания. Но мой успех поднал меня на высоту, достаточную для того, чтобы я попал в нисходящий поток вместе со значительным запасом ценных бумаг. Я продолжал вести свою линию 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 до тех пор, пока, по простетивии нескольких лет, не начали появляться проблемы. Я подвергся искушению сделать ставку на понижение, но не решился, поскольку не был более знаком с новым ландшафтом. Тем не менее, когда я перечитал отчет, написанный мною за несколько лет до того, мои собственные предсказания убедили меня. Я решил при первой же возможности сделать ставку на понижение акций этой группы компаний без особых предположений. Более того, в то время как акции падали, я придерживался той же позиции и делал дополнительные ставки на пониже-

ние, 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.)

Самоусиливающийся/самоуничтожающийся циклы, такие, как бум конгломератов или ипотечных трастов, не возникают каждый день. Существовать долгие спокойные периоды, когда спекулянт 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 взятки, 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 Юнайтед Эйркрафтс, но предпочтения инвесторов не смогли стать позитивными настолько, чтобы позволить начаться самоусиливающемуся процессу: многие приобретения компании 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. Компания Фор-Фейз недавно приобрела корпорация Моторола, отдав за нее свою "последнюю рубашку". Если бы первоначальная реакция рынка на компанию 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 Джeneral.

Негативное предпечение 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 рефлексиное взаимодействие между котировками акций, преобладающим 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 эмиссий 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*.

* Р. С. 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 приобрести компании за завышенные в цене акции; в случае с REIT^{*}и — в том, чтобы привлечь займы под залог капитала. Идея, стоявшая 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 восприимчивыми и реальными, 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 восприимчивых инвесторов. После достаточно длительного интервала становится вновь возможным, что противоядием преобладающему предпочтению и вложению 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 преувеличенного предположения. Я сохранил 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 взять под контроль Камикэл Банк), сыграл 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 самоусливающегося/самоуничтожающегося процесса, который войдет в историю как мания слияний компаний 1980-х годов. Вместо вздутых в цене акций валютной служит наличность. Объемы операций давно уже многократно превзошли 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 самодовольствующие процессы подъема-спада. Более масштабная картина полна рефлексивных взаимодействий и не-рефлексивных 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 круглота, а не порочный круг: валютный рынок.

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 ипроки на валютной бирже правильно представляли 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 возмет вверх.

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: зарплата остается 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.

* Эта глава была написана в апреле/мае 1985 г. и пересмотрена в декабре 1986 г. — *Прим. авт.*

В действительности же взаимодействие между внутренним показателем инфляции и международным обменным курсом не является однозначно направленным, а носит круговой характер. Изменения в одном могут предшествовать изменениям в другом, но не имеют 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, родственному состоянию равновесия, если рефлексивное, взаимно самоусиливающееся взаимодействие может поддерживаться в течение неограниченного времени. Но этого не происходит. Как правило, чем дольше длится самоусиливающийся процесс, тем более уязвимым он становится. В конце концов он развивает тенденцию к обратному движению и дает начало самоусиливающейся 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, преобладающие 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 салдо превратиться, как в объеме, так и в продолжительности, уровень, который мог бы поддерживаться при отсутствии преобладающих предпочтений. Когда это происходит, спекуляции оказываются дестабилизирующим фактором.

Международное движение капитала, как правило, следует схеме самоусиление/самоуничтожение, сходной с той, которую мы приведем для фондового рынка. Но модель, использованная нами для иллюстрации динамики котировок акций, не может быть при-

менена к валютным рынкам без значительных модификаций. Рассматривая фондовый рынок, мы сосредоточили свое внимание на рефлексивном взаимодействии между двумя переменными: котировкой акций и единственном 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 — спекулятивное движение капитала
 - \uparrow = рост вывоза капитала
- S — спекулятивное движение капитала
 - \uparrow = рост ввоза капитала
- T — торговый баланс
 - \uparrow = избыток
 - \downarrow = дефицит
- B — государственный бюджет

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 (\uparrow , \downarrow) 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: торгово, спекулятивные операции с капиталом и спекулятивные операции с капиталом. Это дает нам простейшую модель системы свободно плавающих обменных курсов:

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

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 (S), в то время как торгово (T) и спекулятивные 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 аккумулярованным 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 сообщения. 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 традиций 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 привлекает 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 делает 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 восприимчивости участников. Иногда кажется, что относительные процентные ставки оказывают большое влияние; иногда они полностью игнорируются. На-

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

пример, 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 доход 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 требуется 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 предположение может подтверждать самое себя в течение практически неограниченного периода времени. Ситуация крайне нестабильна: если бы одержало верх противоположное предположение, оно тоже смогло бы подтвердить 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 предположении.

При обсуждении вопросов, связанных с фондовым рынком, мы выделили некоторые последовательности событий, как, например, бум конгломератов, в которых преобладающее предположение 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 предположение 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 предположения. 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 выйдет и на восприимчив

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 разную 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. Почувительно 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 ($\uparrow e$). Спекулятивные покупки играли важную роль в ее усилении ($\downarrow S$) и поддерживали круг благоденствия. В начале процесса Германия имела положительный торговый баланс, а сильная позиция ее валюты помогла 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 ($\uparrow ep$), а воздействие на торговый баланс было пренебрежимо малым ($\uparrow T$). В то время как преобладал спекулятивный ввоз капитала ($\downarrow S \rightarrow \uparrow T$), круг благоденствия был самоусиливающимся:

* 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 стандартизирующие обменные курсы, а именно: золотого-долларовый стандарт, фиксированный обменный курс, обратимость валют.

В 1971—1973 гг. был приостановлен размер долларов на золото и введены плавающие курсы. Бреттонвудская система прекратила свое существование. — *Прим. ред.*

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

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. Независимо на подьем 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 показателю инфляции снижались, 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:

* 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.*

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

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 осознанной. 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 ($\uparrow M$). 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 по прибылью 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 утоняется за торговым дефицитом и растущими процентами по долговым обязательствам, и основной тренд сменяется 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. Следовательно, и сминающие обстоятельства. Одно из них состоит в том, что участники рыночного процесса, вероятнее всего, осознают изменения в основном тренде только постепе́нно. Другое — в том, что власти, как правило, понимают опасность и предпринимать меры для предотвращения краха. Как эта драма разворачивается в действительности, мы рассмотрим в одной из следующих глав. Здесь мы лишь пытаемся сделать утверждение общего характера. Принимая все три предположенных обобщения, можно утверждать, что спекуляции являются прогрессивно дестабилизирующими

ми. Дестабилизирующий эффект возникает не потому, что потогки спекулятивного капитала должны быть в конечном итоге обращены, а вследствие того, что не возникает необходимости обрабатывать 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 нужны 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 продолжаться 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 принести огромные доходы, если основной тренд определен правильно; поскольку они способны к установлению этого тренда, это утверждение, скорее всего, верно. Материальные активы — это оборотная 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 терпит свой импультс, 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. Коллания курсов становятся настолько значительными, что придется либо изменить систему с помощью государственного вмешательства того или иного рода, либо система потерпит крах. Таким образом, валютные рынки лучше подтверждают мое утверждение о том, что финансовые рынки по своей природе нестабильны. В них нет врожденного стремления к равновесию: в той мере, в какой мы нуждаемся в стабильности, мы должны ввести ее с помощью политики обдуманных 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.

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

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 проблемным, 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 низительным для себя следовать за остальными, пылушими 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.

4. Кредитно-регуляторный цикл

Представляется, что существует особая связь между рефлексивностью и кредитом. Это не удивительно: кредит зависит от ожиданий; ожидания связаны с предположениями, следовательно, кредит дает предположениям широчайшую возможность сыграть причинную роль в ходе событий. Но это еще не все. Представляется, что кредит связан с рефлексивной схемой особого вида, известной как последовательность подъем-спад. Схема асимметрична: бум складывается и набирает силу постепенно; спад является резким и часто катастрофическим. В том случае, когда кредит не является одним из основных ингредиентов в рефлексивном процессе, схема, напротив, оказывается более симметричной. Например, на валютном рынке не столь важно, падает доллар или поднимается: обменный курс, очевидно, следует волнообразной схеме.

Я полагаю, что асимметрия возникает вследствие рефлексивных взаимосвязей между займом и залогом*. В этом контексте я использую чрезвычайно широкое определение залога: это нечто, что определяет кредитоспособность должника, вне зависимости от того, передается ли оно в действительности в залог или нет. Под этим может подразумеваться какая-либо ответственность или же ожидаемый в будущем приток дохода — в любом случае это нечто, что заимодавец считает имеющим ценность. Процесс оценки считается пассивным процессом, в котором оценка отражает лежащие в ее основе активы; но в этом случае оценка включает позитивный акт: выдается ссуда. Получение ссуды может отразиться на ценности залога: именно эта взаимосвязь дает начало рефлексивному процессу.

Необходимо напомнить, что мы рассматривали рефлексивность как две связи, действующие в двух направлениях: "нормальная" связь имеет место, когда оцениваются будущие события на фондовом рынке или в банковском процессе — мы назвали это когнитивной функцией; а "извращенная" связь действует, если ожи-

* В оригинале collateral — обеспечение в широком смысле слова. — *Прим. ред.*

дания воздействию на то, что ожидается, — мы назвали это воздействующей функцией. Воздействующая функция является извращенной, поскольку результаты ее воздействия не всегда опутимы, а в процессе действия этой функции влияние ее настолько сложно выделить, что оно, как правило, остается неосознанным. Господствующий взгляд на процесс функционирования финансовых рынков, как правило, оставляет воздействующую функцию без внимания. Например, во время бума международных займов банкиры не осознавали, что их собственная деятельность по предоставлению займов благоприятно сказалась на коэффициенте покрытия (*debt ratio*) стран-должников. В бума конгломератов инвесторы не осознавали, что их оценка роста чистой прибыли на акцию могла повлиять на этот рост. В настоящее время большинство людей не осознает, что эрозия залогового обеспечения может вызвать экономическую депрессию.

Предоставление займов обычно стимулирует экономическую активность. Займ позволяет заемщику или потребителю больше, чем при его отсутствии, или же вложить средства в продуктивные активы. Несомненно, существуют исключения: если активы, о которых идет речь, являются не материальными, а финансовыми, эффект не обязательно оказывается стимулирующим. Точно так же выплаты по долговым обязательствам оказывают депрессивное воздействие. Ресурсы, которые в противном случае были бы потрачены на потребление или использованы для создания будущего притока доходов, вывозятся из страны. По мере того как общий объем невыплаченных долгов накапливается, та часть средств, которая должна использоваться для выплат по долговым обязательствам, растет. Стимулирующей является только нетто-часть нового займа, а для того, чтобы сохранить нетто-часть новых займов постоянной, общий объем новых займов должен непрерывно увеличиваться.

Связь между займами и экономической активностью далеко не однозначна (что фактически является лучшим оправданием чрезмерной озабоченности monetarистов денежной массой в обращении при невнимании к кредитам). Основная трудность здесь заключается в том, что кредит не обязательно должен участвовать в материальном процессе производства или потребления товаров и услуг; он может быть использован в чисто финансовых целях. В этом случае его влияние на экономическую активность становится проблематичным. В целях нашего дальнейшего обсуждения может оказаться полезным провести раздел между "реальной" экономикой и экономикой "финансовой". Экономическая активность

имеет место в "реальной" экономике, тогда как выдача кредитов и выплаты по ним происходят в рамках "финансовой" экономики. Рефлективное взаимодействие между предоставлением займа и оценкой залога может затем соединить "реальную" экономику с "финансовой" или же может остаться в пределах "финансовой" экономики. Здесь мы сосредоточимся на первом случае.

Сильная экономика, как правило, поднимает оценки активов и увеличивает объемы поступающих доходов, служащих для определения кредитоспособности. Объем кредита, участвующего в рефлективном процессе расширения кредита, на ранних стадиях от носительно невелик, так что его влиянием на ценность залога можно пренебречь. Именно поэтому фаза расширения начинается медленно и в начале процесса обеспечение кредита остается солидным. Но по мере нарастания долга значение общего объема заемных средств возрастает, и начинает увеличиваться ценность обеспечения. Процесс продолжается до достижения того момента, когда общий объем заемных средств уже не может расти достаточно быстро, чтобы пролонгировать стимулирующую экономику. К этому моменту ценность обеспечения приходит в полную зависимость от стимулирующего эффекта новых займов и, поскольку роста объемов новых займов не происходит, ценность обеспечения начинает падать. Эрозия ценности залогового обеспечения оказывает депрессивное воздействие на экономическую активность, что, в свою очередь, усиливает эрозию ценности залогового обеспечения. Поскольку к этому моменту возможности залогового обеспечения уже практически полностью использованы, спад может ускорить полный расчет по займам, что, в свою очередь, делает спад более стремительным. Это — анатомия типичной последовательности подъем-спад.

Подъем и спад не являются симметричными, поскольку при зарождении подъема как объемы кредитных средств, так и ценность залогового обеспечения минимальны; в период спада оба эти показателя максимальны. Но здесь играет роль еще один фактор. Полный расчет по займам требует времени; чем быстрее он производится, тем сильнее влияние на ценность залогового обеспечения. Во время спада рефлективное взаимодействие между займом и залогом оказывается зажатым в очень тесные временные рамки, и последствия могут быть катастрофическими. Именно внезапная ликвидация накопленных средств формирует столь разительное отличие периода спада от предшествовавшего ему периода подъема.

Можно легко видеть, что последовательность подъем-спад представляет собой особый вид рефлексивности. Подъем может возникнуть в любом случае, когда существует двусторонняя связь между ценностью и актом оценки. Акт оценки может иметь место в различных формах. На фондовом рынке оцениваются акционерный капитал компаний, в банковских операциях — залоговое обеспечение. Возможно, хотя и маловероятно, что подъем может начаться и без роста объемов кредитования. Два примера, рассмотренные нами применительно к фондовому рынку, бум конгломератов и бум REIT'ов, могли бы, с теоретической точки зрения, развернуться и без использования акций в качестве залогового обеспечения, хотя на практике в эти процессы были вовлечены значительные кредитные средства. При отсутствии кредитов поворот в ходе событий был бы менее резким. Процесс спада не был бы зеркальным отражением процесса роста по причине, указанной выше, — рефлексивный элемент в оценках участников в поворотный момент выше, чем при начале основного тренда, — но сжатие событий во времени, характерное для спадов, отсутствовало бы.

Как сама схема подъема-спада, так и ее объяснение, скорее всего, слишком очевидны, чтобы представлять особый интерес. Удивительно то, что рефлексивная связь между займом и залогом не была общепризнана. Существует огромный объем литературы о торговом цикле, но я не заметил в ней особых признаков рефлексивного взаимодействия, описываемого здесь. Более того, торговые циклы, обычно описываемые в учебниках, отличаются по длительности от кредитного цикла, который служит предметом моего описания: первые являются всего лишь краткосрочными колебаниями в пределах более крупного цикла. Осознано существование более крупного исторического цикла, известного как волна Кондратьева*, но до сих пор для нее не было представлено "научного" объяснения. В настоящее время существуют опасения относительно того, что мы, вероятно, находимся на грани еще од-

* Теория русского экономиста Николая Дмитриевича Кондратьева (1892—1938). Н.Д. Кондратьев показал, что за период в 150 лет с 1790 по 1940 г. можно выделить три волны медленного усиления и ослабления экономической активности в основных западных странах. Это — волны Кондратьева (1792—1815/1815—1850; 1850—1873/1873—1896; 1896—1920/1920—1940). См.: Н.Д. Кондратьев. Основные проблемы экономической статистики и динамики. М.: Экономика, 1992. Избранные сочинения, М.: Экономика, 1993. — *Прим. ред.*

ной рецессии, но считается, что мы имеем дело с обычной рецессией, похожей на многие другие; тот факт, что мы пребываем в периоде спада в более крупном цикле, просто не принимается во внимание. Я утверждаю, что все предшествующие рецессии, начиная с конца второй мировой войны, происходили при расширении объема кредитования, тогда как та, с которой мы можем столкнуться или не столкнуться в настоящее время, происходила бы в условиях снижения кредитоспособности реальной экономики. Это создает ситуацию, не имеющую прецедентов в современной истории.

Точно определить наше местонахождение в пределах большого цикла довольно сложно. Я должен признать, что после 1982 г. мне трудно ответить на этот вопрос. Причина моих сомнений состоит в том, что хотя весь потенциал подъема уже исчерпан, спад так и не наступил.

Воздействие спада может быть разрушительным, особенно если ликвидация залогового обеспечения вызывает внезапное сокращение объемов кредита. Последствия этого столь неприятны, что для их предотвращения предпринимаются огромные усилия. Институт центральных банков эволюционировал в результате непрекращающихся попыток предотвратить внезапное, катастрофическое сокращение объемов кредитных средств. Поскольку после начала паники ее уже трудно остановить, предупреждать такие события лучше всего на стадии их развития. Именно поэтому роль центральных банков постепенно расширялась и включила в себя регулирование денежной массы. Поэтому-то и организованные финансовые рынки регулируют отношение залогового обеспечения к кредитному капиталу.

До настоящего времени властям удавалось предотвращать спад. Мы оказались в зоне сумерек, когда кульминация "нормального" роста объемов кредитования осталась далеко позади, но "нормальный" процесс сокращения объемов искусственно сдерживается властями. Мы находимся на неизведанной территории, поскольку действия финансовых органов беспрецедентны.

Тот факт, что банки и организованные финансовые рынки регулируются, чудовищно усложняет ход событий. Финансовую историю лучше всего интерпретировать как рефлексивный процесс, в котором действуют две группы участников, а не одна: конкуренты и регуляторы.

Такая система гораздо сложнее, чем та, которую мы рассматривали в связи с фондовым рынком. Там среда регулирования

была более или менее фиксированной: она служила лишь декартиями, на фоне которых разворачивались действия. Здесь же среда регулирования является неотъемлемой частью самого процесса.

Важно осознавать, что регулировщики хода событий являются также его участниками. Существует естественная тенденция к тому, чтобы расстраивать их как некие высшие существа, которые как бы находятся за пределами событий и над всем экономическим процессом и вмешиваются только в том случае, когда участники слишком загугывают его. Но это не так. Все они люди, даже слишком люди. Их понимание событий несовершенно, а их деятельность также влечет непредвиденные последствия. Кроме того, представляется, что они менее успешно приспосабливаются к меняющимся обстоятельствам, чем те, кто мотивируется прибылями и убытками, так что регулирующие правила обычно разрабатываются с целью предотвращения роковой ошибки, а не слепого неверного шага. Недостатки в регулирующих актах, как правило, более заметны при быстро меняющихся условиях, а условия начинают изменяться тем быстрее, чем слабее регулирование экономики.

Здесь мы начинаем различать рефлексивную взаимосвязь между регулировщиками и экономикой, которую они регулируют. Это дает начало процессу, который идет параллельно процессу роста и сокращения объемов кредитования и взаимодействия с ним. Нет ничего удивительного в том, что результат оказывается таким сложным и обескураживающим!

Регуляторный цикл не имеет асимметричного характера, при сущего кредитному циклу. Представляется, что он скорее соответствует волновой схеме, описанной нами по отношению к валютному рынку, чем схеме подъем-спад, характерной для кредитного цикла. Подобно тому, как свободно плавающие валюты имеют тенденцию колебаться между недооценкой и переоценкой, рыночная экономика колеблется между недостаточным и избыточным регулированием. Продолжительность регуляторного цикла, как представляется, коррелирована с кредитным циклом, и интуитивно можно понять, почему это происходит. Расширение и сокращение объемов кредитования тесно связаны с изменениями в экономике, что, в свою очередь, имеет привязку к адекватности регулирующих правил. И наоборот, регулирующая среда влияет не только на возможную скорость роста кредитных средств, но также и на то, как далеко он может зайти. Очевидно, что существует двусторонняя связь между кредитом и регулированием экономики. Но на этой стадии изучения вопроса я не могу сказать,

какой схеме следует это взаимодействие, если такая схема вообще существует. Это и является основным источником моих сомнений.

Мы описали кредитный цикл, который следует схеме подъема-спад; регуляторный цикл, следующий более волнообразной схеме, и взаимодействие между ними, схема которого нам неясна. Помимо этого существуют, конечно, огромное количество побочных результатов в этом процессе; некоторые касаются кредитования, некоторые — регулирования, а некоторые связаны с обоими этими процессами. Мы уже упомянули, что центральные банки, как правило, становятся сильнее после каждого кризиса; это один из тех побочных результатов, которые придают уникальность каждому циклу. В период Великой Депрессии наступил коллапс как банковской системы, так и международной торговой системы, что сделало сокращение кредитной и экономической деятельности гораздо более сильным, чем оно могло бы быть в ином случае. Можно быть уверенным, что в нашем цикле будут сделаны все усилия для того, чтобы избежать подобного коллапса. Мы не рассматривали здесь информационную революцию или улучшения в транспортной системе, которые помогли развитию интегрированной мировой экономики. Влияние этих факторов придает уникальность ходу событий, которые легче объяснить, чем предсказать.

Рассматривая с этой точки зрения весь послевоенный период, можно сказать, что он является частью обширного бума роста, который к настоящему моменту значительно развился и созрел для перехода в стадию спада. Спада, однако, удалось избежать благодаря вмешательству властей в критические моменты. Взаимная игра между действиями государства и рыночным механизмом положила начало уникальной ситуации, которую я назвал Рейгановским Имперским Крутом. Сейчас мы находимся в критической точке, когда Имперский Крут начинает раскручиваться, и власти должны найти новое решение, чтобы предупредить спад.

В течение того же послевоенного периода можно было наблюдать почти полный переход от государственного регулирования к практически неограниченной конкуренции. Мы сейчас находимся на весьма любопытной стадии, когда все еще сильны предпочтения в пользу дерегулирования, но, тем не менее, необходимость государственного вмешательства в некоторых областях начинается вновь утверждаться. Банковская отрасль, например, уже находится на пути к тому, чтобы стать более регулируемой.

Можно попытаться написать историю послевоенных лет в этих терминах. Текущий кредитный цикл начался после окончания второй мировой войны; регуляторный цикл восходит ко време-

нам "Нового курса"*, хотя в том, что касается мировой экономики, в качестве начальной точки может быть взято создание Бреттонвудской системы. Последовавший за этим рост был по своей природе связан со снятием ограничений на международную торговлю и на инвестиционную деятельность. Но международное перемещение капиталов создало проблемы для самой Бреттонвудской системы, проблемы, которых никто не ожидал и до сих пор никто не решил.

Я не буду пытаться представить здесь полное описание. Я хотел бы начать его с того момента, когда я стал принимать в событийных активное участие, и я пойду по пути, который прошел я сам. Это придаст моему исследованию более экспериментальный характер.

Я начал свою деятельность в этом направлении после краха системы фиксированных обменных курсов в 1973 г. Отношения валют, которые были до этого фиксированными, стали предметом рефлексивных воздействий, и мои интересы переместились от отдельных компаний и отраслей в сферу макроэкономических процессов. Мое исследование "*Рост банков*", выпущенное в 1972 г., было переходной точкой, хотя в то время я этого не знал.

С течением времени нестабильность макроэкономических трендов все более беспокоила меня как в субъективном, так и в объективном плане, и я решил отойти от активных инвестиций в 1981 г. После кризиса 1982 г. я провел теоретическое исследование проблемы международного долга. Я был под ошибочным впечатлением того, что кризис 1982 г. явился кульминационным моментом в процессе роста объемов кредитных средств. Я предполагал, что власти принимали недостаточно мер для того, чтобы предотвратить спад; я не понимал, что они, напротив, сделали слишком много. Им, действительно, удалось продолжить рост объемов кредитных средств, но на более зыбкой основе, чем когда-либо. Соединенные Штаты заняли место развивающихся стран в качестве "защитника последней инстанции", а коммерческие банки пытались выпутаться из займов, выданных менее развитым странам, путем агрессивного расширения в других направлениях. Это привело к очередной серии кризисов в 1984 г., что явилось действительно поворотным моментом в развитии банковской и сберегательной отраслей. В настоящий момент мы страдаем от последствий этой кульминации. Правительство Соединенных Штатов про-

должает занимать деньги во все возрастающих объемах. Но здесь поворотная точка также уже близка. Доллар начал падать, и иностранные займы будут выплачиваться в падающей валюте. Вероятно, последней крупной движущей силой, порождающей кредиты, которая все еще действует в полном объеме, является фондовый рынок, где наблюдается сейчас пик развития "мании сливания компаний", но фондовый рынок не оказывает стимулирующего влияния на реальную экономику.

Теоретическое обоснование взаимно связанных кредитного и регуляторного циклов стало для меня еще более очевидным в процессе написания этой книги, хотя я не могу сказать, что процесс осмысления этого явления завершен. Тем не менее я чувствую, что здесь мне уже следует подвести некоторые итоги. Теперь я буду использовать описанную здесь теоретическую схему для объяснения хода событий, имевших место после 1972 г. Хочу предупредить читателей, что написание объяснений предшествовало построению теоретического обоснования, которое я считаю проблемным и незавершенным.

P.S. ДЕКАБРЬ 1986

Завершив работу над этим объяснением, я предпринял эксперимент в реальном времени, который продолжился с августа 1985 г. до конца 1986 г., пытаясь предсказать дальнейшее развитие кредитного и регуляторного циклов. Я пришел к странному заключению: кажется, что цикл застыл в 1982 г. Если бы не вмешательство финансовых органов, международный долговой кризис привел бы к полному коллапсу банковской системы. Как мы видим, коллапса удалось избежать, но подлинного поворота основного тренда, которым сопровождался бы этот коллапс, также не произошло. В настоящий момент мы имеем дело с системой, в которой мы раз за разом приближаемся к краю пропасти и отплатываемся, как только видим беду, открывающуюся у наших ног. Единство, которого нам удается достичь в преддверии опасности, как

* New Deal Франклина Д. Рузвельта. — *Прим. ред.*

правило, разваливается, как только опасность ослабевает, и процесс повторяется затем в различных формах. Мы можем наблюдать это на примере международных займов; бюджетного дефицита США; международной денежно-кредитной системы; на примере деятельности ОПЕК, банковской системы, финансовых рынков; 1987 год будет, несомненно, годом, когда протекционизм приведет международную торговую систему на грань коллапса, но, вероятнее всего, не позволит эту грань перейти.

ЧАСТЬ ВТОРАЯ

ИСТОРИЧЕСКАЯ ПЕРСПЕКТИВА

5. Проблема международного долга

Важнейшая проблема рефлексивного анализа состоит в том, чтобы решить, на каких элементах следует сосредоточить свое внимание. При исследовании финансовых рынков эта проблема решалась относительно просто. Важнейшей переменной является рыночная цена, а элементами, подлежащими рассмотрению, являются те, которые влияют на рыночные цены. Но даже здесь количество факторов, которые могут вступить в игру, почти бесконечно. Использование всего лишь одного основного тренда и одного преобладающего предпочтения является чрезмерным упрощением, которое может быть полезным для демонстрации динамики или даже, можно сказать, диалектики исторического процесса, но этого абсолютно недостаточно для его объяснения, не говоря уже о прогнозировании фактического хода событий.

Если мы выйдем за пределы одного типа рынка, проблема выбора становится даже более сложной. Нам необходим некий набор взаимодействующих компонентов, которые помогли бы нам объяснить рассматриваемое явление. Но может оказаться, что существуют различные наборы компонентов, которые могли бы быть использованы для объяснения того же самого явления и мы не сможем гарантировать, что выбрали правильный набор. Тот факт, что таких компонентов невероятно много, представляется особой проблемой в том случае, если мы пытаемся предсказать возможный ход событий: мы не знаем, какая из них окажется значимой.

Подъем и спад в международных займах являются как раз таким случаем. Это неотъемлемая часть сегодняшней экономической ситуации. Эти события, как таковые, представляють собой практически совершенный пример последовательности подъем-спад. Если рассмотреть их в контексте всей ситуации в целом, они являются лишь двумя элементами из набора элементов, которые необходимо принять во внимание. Ситуация усложняется тем, что проблема международного долга играет ведущую роль в эволюции банковской системы, а эволюция банковской системы также является рефлексивным процессом, который значим сам по себе и одновременно является значимым составным элементом более общей картины.

Какой же подход к рассмотрению проблемы международных займов был бы в такой ситуации наилучшим? Необходимо рассмотреть международные займы, по меньшей мере, с трех точек зрения: как рефлексивное явление само по себе, как один из факторов в эволюции банковской системы и как часть сегодняшней экономической ситуации. Я попытаюсь рассмотреть все три аспекта одновременно, поскольку это единственный способ избежать излишних повторений. Выбирая этот способ изложения, я также собираюсь продемонстрировать на практике сложность рефлексивных процессов в реальном мире. Само собой разумеется, что проследить за ходом этого анализа нелегко, но я попытаюсь в процессе описания разделить три указанные точки зрения. Некоторое искажение неизбежно: поскольку мы больше всего заинтересованы в изучении эволюции банковской системы, мы будем уделять больше внимания заимодавцам, чем заемщикам; если бы мы хотели изучать судьбу менее развитых стран, нам пришлось бы сменить фокус.

Бум международных займов берет свое начало в первом нефтяном шоке 1973 г., если не ранее; но для того, чтобы обсудить эволюцию банковской системы, нам придется вернуться в более далекое прошлое, а для понимания экономического цикла, доминирующего в современном историческом процессе, нам необходимо начать с краха Бреттонвудской системы в 1971 г. Это заведомо было слишком далеко, поэтому я в качестве отправной точки возьму 1972 г. и начну с рассмотрения банковской системы Соединенных Штатов. Случилось так, что именно в этот момент я написал отчет о состоянии фондового рынка, озаглавленный *"Дело о росте банков"*.

Банки в это время считались самыми законными организациями. Их управлений персонал все еще был травмирован потерями 1930-х годов, и важнейшим соображением была безопасность, оставившая в тени возможности роста или получения прибыли. Структура этой отрасли была практически заморожена вследствие строгих регулирующих правил. Расширение за пределами границ штатов запрещалось. В некоторых штатах незаконным было даже создание банковских филиалов. Валютный бизнес привлекал людей, и в отрасли практически не наблюдалось прогресса или инноваций. Инвесторы, стремящиеся получить доход от прироста капитала, игнорировали банковские акции.

Несмотря на внешне спокойную картину, назревали перемены. Возникло новое поколение банкиров, получивших образования в бизнес-школах и мысливших в терминах итоговых прибы-

лей. Духовным центром новой школы мышления был Фест Интернэшнл сити банк оф Нью-Йорк. Специалисты, прошедшие там подготовку, расходились по другим банкам и занимали там ключевые посты. Вводились новые виды финансовых инструментов; некоторые банки начали использовать свой капитал более агрессивно и с точки зрения полученной прибыли добивались очень заманчивых результатов. Они делали приобретения в пределах границ штатов, что привело к созданию более крупных организаций. Крупные банки, как правило, привлекали под свой акционерный капитал средства, превышающие его в 14—16 раз, а банк оф Америка удавалось привлечь средства в объеме, в 20 раз превышающем его капитал. Доход на капитал в лучших банках превысил 13%. В любой другой отрасли такой доход на капитал, сопровождаемый ростом чистых прибылей на акцию, превышающий 10%, при продаже акций непременно выражались бы в значительной надбавке сверх их номинальной стоимости, но акции банков продавались с низкой надбавкой или вообще без надбавки. Аналитики, изучавшие банковские акции, признавали наличие относительной недооценки, но они отчаялись надеяться, что ситуация скорректируется, поскольку изменения, лежащие в основе этого процесса, были слишком постепенными и превалирующая оценка слишком стабильной. Тем не менее некоторые банки достигли той точки, когда им пришлось бороться с ограничениями на отношение заемного капитала к акционерному, которые считались разумными в соответствии со стандартами того времени. Если они хотели продолжать свой рост, им необходимо было привлечение дополнительного акционерного капитала.

На фоне всего этого Фест Интернэшнл сити банк пригласил на обед аналитиков—специалистов по ценным бумагам — собравшие, неслышавшие в банковском бизнесе. Я не был приглашен, но это побудило меня опубликовать отчет, в котором я рекомендовал приобрести целый букет акций наиболее агрессивно управляемых банков. В нем документировалась ситуация, которую я только что описал, и утверждалось, что предстоит оживление, связанное с банковскими акциями, поскольку их менеджерам было о чем рассказать, и они начали это делать. Понятия "рост" и "банки" кажутся несовместимыми, писал я, но это противоречие будет разрешено благодаря быстрому росту котировок банковских акций.

Банковские акции действительно выросли весьма значительно в 1972 г., и мы получили около 50% по приобретенному букету акций. Некоторым из наиболее энергичных банков удалось привлечь определенный капитал. Если бы процесс привлечения ка-

питала благодаря продаже акций с надбавкой сверх номинальной стоимости набрал силу, банки смогли бы расти на более устойчивом основании и эволюция банковской системы могла бы пойти по иному пути. Но случилось так, что сразу после начала этого процесса набрала силу инфляция, процентные ставки поднялись и 13-процентного дохода на капитал уже было недостаточно, чтобы позволить банкам продавать свои акции с надбавкой.

Затем стали ощутимы последствия первого нефтяного шока, и приток капитала в нефтедобывающие страны потрескался. Вырос. Эти страны не знали, что им делать с деньгами, и они просто складировались в банках. Настал момент, когда некоторые банки, как, например, Бэнкерс Траст, сочли необходимым прекратить прием депозитов. Вопрос о том, как запустить в оборот эти так называемые нефтелоллары, стал одной из серьезных проблем. Велись активные дискуссии о возможных межгосударственных программах, но отсюда проистекало разве что увеличение сумм взносов Саудовской Аравии в Международный валютный фонд и во Всемирный банк. Правительства индустриально развитых стран постыдно провалились в своих попытках быть на высоте положения, и запуск нефтелолларов в оборот был де-факто оставлен самим банкам.

Банки заполнили образовавшуюся нишу и слишком хорошо выполнили свои функции. Изобилие средств сделало их энергичными заемщиками, и они нашли множество заемщиков. Менее развитые страны, не имеющие нефти, стремились финансировать свои дефициты, привлекая крупные займы. Страны, обладающие нефтью, начали амбициозные программы расширения экономики, которые они финансировали, занимая средства под свои нефтяные ресурсы. Это был период разрядки напряженности, когда восточноевропейские страны заняли огромные суммы в западных банках в надежде выплатить их, используя продукцию заводов, построенных на полученные средства. Так начался бум международных займов.

Прежде всего банки запустили в оборот избыточные средства ОПЕК. Впоследствии нефтедобывающие страны нашли иные пути для использования своего новообремененного богатства: покупка оружия последнего поколения, расширение экономики головокружительно темпами, покупка бриллиантов и недвижимости, а также иные долгосрочные вложения. Тем временем спрос на банковские капиталы продолжал расти. Постепенно банки становились источником кредита. Средства, взятые в кредит в одном месте, депонировались в другом, так что благодаря самой своей

деятельности банки смогли получать средства, которые они затем одагивали. Поскольку рынок евродолларов* не был регулируем, банки не обязаны были подчиняться требованию о минимально необходимом резерве против обязательств своих оффшорных филиалов. Ничто не мешало этим филиалам создавать кажущийся бесконечным поток кредитов, за исключением чувства саморегулирования.

Но международные займы были настолько прибыльными, что для осторожности уже не оставалось места. Деривативные операции могли производиться в большем объеме, риск неблагоприятного изменения процентных ставок мог быть сведен к минимуму благодаря использованию плавающих обменных курсов, а административные расходы были намного ниже, чем в случае корпоративных займов. Дростная конкуренция держала спред между кредитным и депозитным процентами на совсем низком уровне; тем не менее, международные займы стали одной из самых легких и самых прибыльных форм банковской деятельности, привлекающей множество банков, не имевших ранее опыта в этой области. Число банков, имевших представительства в Лондоне, резко возросло в течение этого периода, и международные займы стали наиболее быстро растущим сектором банковского бизнеса. Естественно, если бы банки были обязаны выделять резервы, которые оказались бы достаточными в свете последующих событий, эта деятельность в то время не представлялась бы такой прибыльной.

С внешней точки зрения банковская отрасль Соединенных Штатов в течение этого периода оставалась практически неизменной. Расширение банков путем их слияния или приобретения строго очерчивалась регулируемыми правилами, но внутренняя структура банков претерпела значительные изменения. Основным корпоративным трендом стало создание банковских холдинговых компаний. Изменение структуры позволило привлечь дополнительный заемный капитал на уровне холдинговых компаний, так что отношение акционерного капитала к суммарным активам про-

* Евродоллары — название для долларовых депозитов, находившихся вне пределов прямого финансового регулирования США, т.е. в банках за пределами США. Рынок евродолларов возник в начале 60-х годов в Лондоне, после мелкого старта начал быстро расти сначала в Европе (откуда — название), а затем вне ее. Сегодня этот рынок — краеугольный камень мировой финансовой системы. В первую очередь, это межбанковский рынок, процентные ставки на котором привязываются к ставкам LIBOR (London Interbank Offer Rate). — *Прим. ред.*

должало ухудшаться. Кроме того, филиалы банков, созданные на основе так называемого Акта Эджа*, избежали некоторых ограничений, налагаемых на банки. Наиболее широкие объемы набладались за пределами США. В связи с этим большинство корпоративных объединений носили международный характер, так как американские банки расширили свои филиалы за рубежом, а иностранные банки создавали свои подразделения в Соединенных Штатах. Например, более четверти доходов корпорации Сигикорп поступало из Бразилии.

Это был также период быстрого введения технологических новшеств. Использование компьютеров ускорило операции и позволило осуществлять такие операции, которые ранее невозможно было вообразить. Было внедрено много новых финансовых инструментов и методов, и банковский бизнес стал намного более изощренным, чем всего лишь за десять лет до этого. Эти тренды продолжают набирать силу и в настоящее время.

* В 1919 г. сенатор Вальтер Р. Эдж (1873—1956) провел билль, который внес поправки к Акту о Федеральном Резерве (Federal Reserve Act, 1913). Новый раздел (Section 25(a)) разрешил национальным банкам инкорпорировать дочерние компании (subsidiaries) для международных банковских операций и капиталовложений. Эти дочерние компании могли создаваться на территории США; их называли корпорациями Эджа, а саму поправку — Актом Эджа. Корпорация Эджа могла создавать свои бюро (offices) за пределами штата, в котором она инкорпорирована. Корпорация Эджа могла осуществлять лишь международные операции, т.е. работать с зарубежными клиентами или с клиентами из США, но только в связи с международными операциями последних, — например финансировать экспорт-импорт.

Акт о международных банковских операциях, 1978 г. переформулировал задачи корпораций Эджа в более широких терминах, подчеркивая, что эти структуры являются основным инструментом США в международных финансах и торговле.

Закон требует, чтобы банк Эджа имел акционерный капитал размером не менее 2 млн. долл., и одновременно запрещает Национальному Банку инвестировать более 1% своего капитала в его дочерние банки Эджа. Это привносит к тому, что вкладеть корпорациями Эджа могут только банки с активами, превосходящими 300 млн. долл.

К концу 1989 г. в США имелось 110 корпораций Эджа с 47 их филиалами; 16 из них принадлежали иностранным банкам, поскольку Акт о международных банковских операциях, 1978 г., разрешил это. (Edge Act: US Code, 1988 ed., v.4, title 12, Banks and Banking, Ch. 6, Foreign Banking, Sub Ch. II, Organization of Corporations to do foreign banking, §§ 611—632). — *Прим. ред.*

Задача органов регулирования усложнялась как скоростью нововведений, так и международным характером конкуренции. Не было бы справедливым утверждать, что органы, регулирующие банковскую деятельность, всегда отставали от банкиров-практиков и что в этой отрасли стало привычным пользование обходными путями, позволяющими избежать вновь вводимых правил.

На международной арене власти не хотели обременять свою банковскую отрасль от конкуренции на равных условиях с прочими. При отсутствии регулирующих ограничений и при наличии конкуренции между отдельными банками за место на рынке рынок в целом рос стремительными рынками. Желание банков принять участие в операциях было столь сильным, что они практически не задавали вопросов. Остается только удивляться тому, насколько скудная информация требовалась от стран, обращающихся за займами. Банки-заимодавцы даже не интересовались тем, какие займы эти страны получали из иных источников.

Страны-должники предпочитали иметь дело с коммерческими банками вместо того, чтобы обращаться в МВФ, если они испытывали трудности со своим платежным балансом. Невольно коммерческие банки взяли на себя одну из функций, для которых в соответствии с Бреттонвудским соглашением были спроектированы финансовые институты. Международный валютный фонд и Всемирный банк. Они переводили средства менее развитым странам в гораздо большем объеме, чем к этому были готовы бреттонвудские институты, и они значительно меньше вмешивались в дела стран-должников. Не удивительно, что менее развитые страны держались подальше от МВФ! Промышленно развитые страны, такие, как Великобритания, просили поддержки у Международного валютного фонда. Развивающиеся предпочитали иметь дело с коммерческими банками. В период с 1973 по 1979 г. имел место подлинный взрыв международного кредита. Это заложило основы для мирового инфляционного бума 70-х гг., кульминацией которого стал второй нефтяной шок.

Оглядываясь назад, можно легко видеть, что заемщики использовали полученные средства неразумно. В лучшем случае они пускались в такие обременительные проекты, как постройка дамбы Итайпу в Бразилии; в худшем случае они расходовали средства на вооружение или использовали их для поддержания неадекватно высокого обменного курса, что делало такие страны в "кюжном конусе", как Аргентина и Чили. В этот момент все это безумие еще не осознавалось. Напротив, Бразилия считалась экономичес-

ким чудом, а Чили восхвалялась как воплощение монетаристской добродетели.

Международные займы росли так быстро, что участвующие в них банки превысили допустимые объемы операций: их капитал и резервы не успевали за ростом их баланса. Но качество их займовых портфелей оставалось надежным; хотя бы внешне. Однако наиболее удивительным в этой ситуации было то, что страны-заемщики продолжали отвечать традиционными меркам, исползовавшимся для оценки их кредитоспособности даже в тот период, когда общий объем их долгового бремени рос с угрожающей быстротой.

Для оценки кредитоспособности банки используют отношения, такие, как отношение внешнего долга в процентах к экспорту, объем выплат по обслуживанию займов в процентах к экспорту, а также отношения объема текущих дефицитов в процентах к экспорту. Международная деятельность банков по предоставлению займов положила начало самоусиливающемуся и самоутверждающемуся процессу, который увеличивал возможности должников по обслуживанию займов, измеряемые этими отношениями почти с той же скоростью, с какой росли их долги.

Ключ к пониманию этого процесса можно найти в очень низких, а впоследствии даже отрицательных реальных процентных ставках, которые преобладали в течение 1970-х гг. Поскольку рынок евровалют* оставался за пределами контроля центральных банков, рост его объемов не влиял напрямую на монетаристскую политику ни в одной из стран. По мере того, как банки переходили от использования избыточных средств ОПЕК к созданию кредита, монетаристская политика Соединенных Штатов оставалась слабой. Доллар начал падать, и процентные ставки не соответствовали росту цен. Падение реальных процентных ставок понизило расходы по обслуживанию займов и увеличило кредитоспособ-

* Емкостену — евровалюта: депозит или ссуда в той или иной валюте вне страны ее происхождения (например, депозит в лондонских в банке в Лондоне). Депозит может находиться в любом международном финансовом центре, а не только в каком-либо из европейских.

Емкостену market — евровалютный рынок: международный рынок ссудных капиталов, на котором совершаются операции в евровалютах; начал формироваться в середине 50-х годов; включает денежный рынок, рынок кредитов и рынок капиталов (облигаций); охватывает все ведущие международные финансовые центры и достаточно свободен от регулирования (ср. евродоллары). — *Прим. ред.*

ность стран-заемщиков. Это также усилило их желание привлекать заемные средства. Расширение кредита стимулировало мировую экономику и помогло увеличить экспортные показатели по всему миру. Товары, экспортируемые менее развитыми странами, пользовались высоким спросом; таким образом, торговые показатели этих стран также улучшались. Сочетание падающих реальных процентных ставок, расширения мировой торговли, роста цен на товары и падения доллара позволило странам-должникам увеличить свои заполненности и даже побудило их к этому.

Самоутверждающийся процесс роста кредита — одним словом, инфляция — был нестабильным с многих точек зрения. Цены и заработная плата росли со все возрастающими скоростями. Обычным явлением стали дефицит или избыток в платежных балансах. Структура банковских балансовых отчетов ухудшалась. Большая часть инвестиционной деятельности, финансируемой банками, велась в неверном направлении. Кредитоспособность должников была иллюзорной. И тем не менее, пока процесс оставался самоутверждающимся, мировая экономика процветала. Уровень потребления оставался высоким, в то время как низкие или даже отрицательные процентные ставки не способствовали росту сбережений. Инвестиции стимулировались благодаря доступности дешевых займов, и центр тяжести переместился от денежных активов к материальным. Сочетание высокого уровня потребления, высокого уровня запасов и активной инвестиционной деятельности создавало условия для бума.

Бум способствовал росту спроса на источники энергии. Страны ОПЕК становились все богаче и все менее нуждались в текущих доходах, в то время как отрицательные реальные процентные ставки делали хранение нефти в месторождениях более выгодным, чем хранение наличности в банке. Благодаря этому и была создана обстановка, при которой перебой с нефтедобычей в Иране в 1979 г. вызвал второй нефтяной кризис и второй скачок цен на нефть.

На этот раз реакция была совершенно иной. Основной проблемой стала инфляция, особенно в Великобритании и США. Япония и странам континентальной Европы удалось избежать тяжелых бедствий инфляции благодаря тому, что они придерживались более жесткой монетаристской политики и позволяли курсу своих валют подниматься. Поскольку цены на нефть фиксируются в долларах, цена на нефть для Японии и Европы упала и при отсутствии инфляции их экспортные товары оставались конкурентоспособными, несмотря на рост курсов их валют. Великобритания

и США, напротив, получили большой бюджетный и торговый дефицит, и инфляция стала серьезной проблемой. Великобритания пришлось прибегнуть к помощи Международного валютного фонда. Соединенные Штаты, контролирующие резервную мировую валюту, могли безнаказанно позволить себе инфляцию; тем не менее, внутреннее и международные последствия инфляции привели к сдвигам в политических предпочтениях. Картина усиливающейся инфляции затмила собой страх перед возможной рецессией. В ответ на второй нефтяной шок кредитно-финансовая политика стала жесткой и оставалась такой даже после того, как экономика вступила в период стада.

Монетаризм стал основной доктриной, направляющей экономическую политику. До этого времени центральные банки пытались повысить на экономическую активность, контролируя надценные ставки, теперь центр тяжести сместился к контролю над общим объемом денежной массы. Процентным ставкам было предложено искать свой собственный уровень. К сожалению, уровень, который они нашли, был непомерно высок. Основной причиной для этого послужило то, что бюджетно-финансовая политика оставалась стимулирующей, и чтобы держать под контролем рост денежной массы, требовалась жестко ограничительная денежно-кредитная политика.

Финансово-бюджетная политика находилась под влиянием экономики предложения*. Предполагалось, что снижение налогов окажет стимулирующее воздействие на экономическую активность в такой степени, что негативное воздействие на бюджет будет нейтрализовано. Дефицит мог бы затем быть сокращен благодаря снижению государственных расходов. Но решение увеличить расходы на оборону одновременно с резким снижением налогов сделало сбалансированный бюджет неосуществимым. В результате взаимодействия между пухнувшим бюджетным дефицитом и жест-

* Supply-side economics — экономика предложения: школа экономической мысли, которая считает, что для борьбы с инфляцией необходимо адекватное предложение товаров, а для стимулирования их производства при прочих равных условиях — снижение налогов.

Подоходный налог бьетает клин между работниками и работодателями и снижает стимул производить больше. Стоимость рабочей силы для работодателей — это сумма, которую они начисляют работникам; но доход работников — это то, что они получают после вычета налогов. Значительное увеличение производства может возникнуть в результате снижения налогов. Это и есть путь в борьбе с инфляцией. — *Ирвинг ред.*

ко ориентированной денежно-кредитной политикой процентные ставки взвились под небеса. Высокие процентные ставки свели на нет стимулирующий эффект снижения налогов. Бюджетный дефицит вырос, и экономика вступила в глубокую рецессию.

Последствия этого для остальной части мира были ужасающими. По странам-должникам ударили трехкратное увеличение цен на нефть, снижение цен на потребительские товары, скачок процентных ставок, усиление доллара и общемировая рецессия. В последней безудержной попытке спастись они пошли на огромные займы, что увеличило общий объем их невыплаченных долгов еще на 30%, но отношения, измеряющие их кредитоспособность, быстро ухудшились. Ситуация в Польше и на Фолклендских островах окончательно подорвала доверие. Наступил сумеречный период, в течение которого банки продолжали предоставлять займы, но неохотно. Сроки, на которые предоставлялись займы, резко сократились, и некоторые страны стали испытывать проблемы с ликвидностью. Затем в 1982 г. разразился кризис, связанный с мексиканским долгом, и охотное прежде предоставление займов странам, имевшим значительные задолженности, практически прекратилось. Положение должников было куда хуже, чем это представлялось большинству банкиров. Например, Бразил использовала межбанковский рынок для финансирования своего платежного дефицита, не ставя в известность банки-корреспонденты. Бум международных займов превратился в крах.

Здесь нам следует остановиться, чтобы проанализировать бум международных займов как рефлексивный процесс. Приведенное выше описание содержит все необходимые компоненты последовательности подъем-спад. Каковы же они? Прежде всего, должна существовать рефлексивная связь между основным трендом и восприимчивыми участниками. Во-вторых, в восприимчивых участниках должна существовать ошибка, которая влияет на основной тренд с помощью некоторой рефлексивной связи. Основной тренд усиливает предположения до тех пор, пока не наступает момент, когда ни тренд, ни предположения не могут более поддерживаться. Как правило, в момент осознания тренд представляется весьма устойчивым, а ошибка осознается только тогда, когда развитие тренда заходит уже довольно далеко. В этом случае наступает умеренный период, когда участники действуют все более осторожно и все менее охотно, а тренд теряет свой импульс. В конце концов происходит разрушительное осознание того, что тренд не имеет под собой оснований и ничем не поддерживается. Пророчества

начинают неизбежно сбываться, и возникает обратный тренд, часто с катастрофическими последствиями.

В случае с международными займами существовало множество рефлексивных взаимосвязей между банками и странами-должниками. Банки использовали коэффициенты покрытия задолженностей для оценки кредитоспособности стран-земецников. Эти коэффициенты считались общепринятым объективным измерителем, хотя на самом деле они были рефлексивными. Как мы уже видели, и экспорт, и валовой национальный продукт зависели во многих аспектах от объема международных займов. Более того, коэффициент покрытия измеряет лишь способность, а не готовность стран-должников выплачивать займы. Для оценки последнего необходимы иные вычисления, носящие преимущественно политический характер. Критической переменной здесь являются выплаты по долговым обязательствам, а нетто-объем переводимых средств, который представляет собой разность между средствами, выплачиваемыми в счет обслуживания займов, и объемами вновь поступающих кредитов. Пока страны-должники имеют широкие возможности по привлечению новых займов, их готовность производить выплаты не подлежит сомнению: они могут всегда занять деньги, необходимые им для выплаты процентов. Но как только поток кредитных средств прерывается, готовность производить выплаты становится критически важной проблемой. Во время великого бума займов банкиры отказались принимать во внимание этот вопрос. Уолтер Ристон из банковской корпорации Ситикорп утверждал, что "суверенное государство не может обанкротиться"¹¹.

Как мы уже видели, коэффициент покрытия займов стран-должников оставался весьма удовлетворительным до наступления второго нефтяного шока, и банки охотно предоставляли займы. Когда же коэффициент покрытия в конце концов стал ухудшаться, банки забеспокоились и их готовность предоставлять займы резко упала, что ускорило наступление кризиса 1982 г. Кризис вызвал рефлексивную взаимосвязь между нетто-объемом переводимых средств и желанием выплачивать займы, что привело к полному прекращению добровольной кредитной деятельности. События, последовавшие за этим, станут предметом нашей следующей главы. Здесь мы заняты анализом системы, господствовавшей до 1982 г.

Почему коммерческие банки обладали и желанием, и возможностью поддерживать столь интенсивный рост своих международных займовых портфелей? Этот интригующий вопрос еще много

лет будет вызывать жаркие споры. Частично ответ может заключаться в том, что банки не считали, что должны нести ответственность за стабильность всей системы. Конкуренция в области банковского бизнеса высока, но деятельность эта, тем не менее, должна регулироваться.

Предотвращать эксцессы должны центральные банки. Коммерческие банки работают под защитным колом; они стремятся получать максимальную прибыль в рамках существующих регуляторных правил и не могут позволить себе уделять слишком много внимания влиянию своей деятельности на всю систему в целом. Коммерческий банк, который отказывается участвовать в чем-то, что выглядит прибыльным бизнесом, скорее всего, будет отброшен в сторону, и даже если какой-либо банк решится на воздержание, найдется множество других, желающих занять его место. Таким образом, даже те, кто осознавал необходимость бумажных международных займов, сочли необходимым принять в нем участие под угрозой потерять свое место.

Это один из важных уроков: участники не могут предотвратить развитие бума, даже если они понимают, что он неизбежно приведет к кризису. Это верно для всех последовательностей подъемов и спадов. Полное воздержание невозможно и неразумно. Например, в моем обзоре, касающемся ипотечных трастов, я прогнозировал неизбежный крах, но, тем не менее, рекомендовал покупать акции теперь, поскольку до момента наступления кризиса они должны были значительно вырасти. Стучись так, что определенная группа инвесторов с готовностью последовала моему совету. Но даже если бы они этого не сделали, последовательность подъемов и спадов все равно наступила бы, хотя и более плавно.

Лучшее, что может предпринять участник, — вовремя перестать быть участником. Но это не всегда возможно. Например, в системе плавающих обменных курсов держатели финансовых ресурсов неизбежно сталкиваются с экзистенциальным вопросом о том, в какой валюте хранить средства: им не избежать какой-то валюты, если только они не покупают опционы. В случае с предостережением международных займов корпорации Ситикорп сознательно сократили свое присутствие на рынке на последних стадиях бума. Но это не могло остановить разворачивающуюся драму или помочь корпорации Ситикорп полностью избежать участия в ней. В последний момент большинство банков осознало, что положение стран-должников быстро ухудшается, однако они уже не могли выпутаться.

Урок, который надо усвоить, состоит в том, что контроль за финансовыми рынками необходим. Только вмешательство, на чем бы оно ни было основано — на законе, на регулирующих правилах или на мягкой рекомендации центрального банка — может предотвратить выход последовательности подъемов-спадов из-под контроля.

История центральных банков — это история кризисов, за которыми следовали институциональные реформы. Поистине удивительно, что уроки кризиса международных займов до сих пор не усвоены. Борьба за свободную конкуренцию все громче озвучивают свои позиции и все более влиятельны, чем когда-либо. Они строят свою аргументацию на неэффективности регулирования и, надо признать, с некоторым основанием. Участники рыночного процесса не могли предотвратить выход бума международных займов из-под контроля, а финансово-контрольные органы могли. Почему же им это не удалось?

На этот вопрос нет четкого ответа. Центральные банки знали о быстром росте рынка евродолларов, хотя им не хватало надежных статистических данных. Они понимали, что несут ответственность, будучи источником займов последней инстанции, и обозначили сферы своей ответственности еще в 1975 г., но они не считали необходимым регулировать рост евродолларовых займов. Почему? Ответ на этот вопрос потребовал бы более тщательного исторического исследования, чем то, которое было уделено ему до сих пор. Я рискну лишь высказать две пробные гипотезы.

Одна из них заключается в том, что центральные банки сами находились под влиянием конкурентного давления на коммерческие банки, находившиеся под их эгидой. Если бы они ввели регулирующие ограничения, банки, находившиеся под их контролем, вынуждены были бы уступить свое место в бизнесе другим. Лишь согласованное усилие всех центральных банков позволило бы взять под контроль быстро расширяющийся рынок евродолларов. Это потребовало бы институциональной реформы, а органы, ответственные за денежно-кредитную политику, не чувствовали потребности в таких реформах. Реформы обычно проводятся после кризисов, а не до них.

И здесь в действие вступает вторая гипотеза. Я утверждаю, что центральные банки действовали под влиянием ложной иллюзии. Это был период, когда монетаризм все увеличивал свое влияние на руководителей центральных банков. Монетаризм утверждает, что инфляция есть функция денег, а не кредита. Если моне-

таризм верен, то необходимо регулировать рост денежной массы, а не рост объемов кредитования. В соответствии с этим не было необходимости вмешиваться в рынок евродолларов: пока центральные банки регулировали рост своей собственной денежной массы, рынок должен был саморегулироваться.

Этот вопрос хранит в себе много тайн, и я не могу утверждать, что полностью его понимаю. Денежная масса отражается одной стороной банковской балансовой ведомости, а кредиты — другой. Милтон Фридман* говорит нам, что основное значение имеет первая сторона, поскольку вторая находится в зависимости от первой, отражающей объем денежной массы². Теория рефлексивности привела меня к заключению, что его теория неверна. Я склонен полагать, что обе части баланса влияют друг на друга рефлексивным образом, а его мечта о контроле за ростом денежной массы практически невозможна. Мне не хватает знаний, чтобы напрямую опровергнуть этот подход, но я могу указать на эмпирические свидетельства, доказывающие, что рост денежной массы никогда не ведет себя в соответствии с пожеланиями регулирующих органов.

Вопрос о том, какую роль сыграл рост рынка евродолларов во всемирной инфляции 1970-х годов, так и не был решен. По этой причине мы не можем сказать, в какой степени сокращение международных займов ответственно за дефляционное давление, которое, по-видимому, преобладает в настоящее время в мировой экономике. Я твердо уверен в том, что как расширение, так и сокращение объемов международных займов оказали большое влияние на мировую экономику, но мой взгляд далеко не является общепризнанным, и этот вопрос остается нерешенным по сей день. Если мой взгляд верен, объем международных кредитов должен считаться одним из важнейших факторов при выработке экономической политики. Органы, ответственные за денежно-кредитную политику, совершили серьезную ошибку, позволив меж-

* Milton Friedman, род. 1912 г., американский экономист, профессор Чикагского Университета, 1948—1983 гг., с 1983 г. — почетный профессор. Лауреат Нобелевской премии 1976 г. (Анализ потребления, монетаристская теория, экономическая стабилизация.) Награжден Орденом Священного Сокровища первой степени — Великий Кондор (Япония).

Крупнейший сторонник монетаризма. Автор более 20 книг. Ранняя — *Капитализм и свобода*, 1962 г., новизна — *Коварство денег*, 1992 г. Совместно с Анной Дж. Шварц им написаны книги по монетаристской истории и монетаристской статистике США. — Прим. ред.

дународному кредиту выйти из-под контроля в конце 1970-х гг. Кризис 1982 г. явился провалом политики регулирования в той же степени, в какой он явился провалом свободного рынка.

Позднее мы еще вернемся к этому вопросу. Несомненно, что как свободных, так и регулируемых рынков является одной из основных тем этой книги. Сейчас нам необходимо рассмотреть новую систему международных займов, развившуюся в результате кризиса 1982 г.

6. Коллективная система займов

Нет никакого сомнения, что без активного и творческого вмешательства властей кризис международных займов привел бы к полному коллапсу банковской системы с катастрофическими последствиями для мировой экономики. Последний раз подобный коллапс имел место в 1930-х гг. С учетом этого опыта были выражены институциональные рамки для предотвращения возврата к прошлому. Поэтому невозможно себе представить, что события могли бы развиваться без всякого внешнего вмешательства. Но именно форма этого вмешательства создала ситуацию, не имевшую параллелей в истории.

Созданная институциональная система обязывает центральные банки выступать в качестве источника займов последней инстанции и дает им на это полномочия. Но допущенная проблема была слишком крупной, чтобы ее можно было решить путем предоставления банкам ликвидных активов. Суммы, о которых шла речь, значительно превышали собственный капитал банков; если бы странам, получившим займы, было бы позволено прекратить выплаты процентов, банковская система стала бы неплатежеспособной. В связи с этим центральные банки превысили свои традиционные полномочия и объединились для того, чтобы оказать поддержку странам-должникам.

Прецедент для событий такого рода был создан в Англии в 1974 г., когда Английский банк решил оказать поддержку так называемым вторичным банкам*, которые находились вне сферы его ответственности, и не допустил утраты доверия к клиринговым банкам**, у которых вторичные банки сделали значительные займы. Но кризис 1982 г. был первым случаем, когда стратегия поддержки должников была применена на международном уровне.

* *Англ. fringe banks* — мелкие банки, занимающиеся ограниченным кругом банковских операций. Их называют также вторичными — *second day banks*. — *Прим. ред.*

** *Англ. clearing banks* — это банки, члены Лондонской клиринговой палаты. — *Прим. ред.*

Центральные банки не имели достаточных полномочий для того, чтобы применить такой подход, и необходим был ряд договоренностей, изменяющих это положение, в которых бы приняли участие правительства всех стран-кредиторов, а ведущую роль играл бы МВФ. Пакет мер помощи составлялся последовательно для каждой из стран. Как правило, коммерческие банки расширяли свои обязательства, международные денежно-кредитные институты организовывали новые денежные "вливания", а страны-должники соглашались принять участие в жестких программах экономии, направленных на улучшение их платежного баланса. В большинстве случаев коммерческим банкам пришлось также предоставить дополнительные средства, которые позволили бы странам-должникам производить выплаты процентов по своим займам. Эти пакеты мер помощи явились значительным достижением в области международной кооперации. Среди участников были Международный валютный фонд, Банк международных расчетов, значительное число правительств и центральных банков, а также значительно большее число коммерческих банков. В случае с Мексикой, например, в этом процессе приняло участие более 500 коммерческих банков. Я буду называть участников этого процесса "Коллективом".

Процесс этот повторялся несколько раз в течение короткого периода времени. История событий, имевших место реально, была бы попросту гипотетизированной, но здесь мы должны ограничиться лишь рассмотрением результатов.

Система займов, которая возникла в результате кризиса, является во многих аспектах противоположной системе, потерпевшей крах в 1982 г. Предыдущая система была конкурентной: банки добровольно одаживали средства в потоне за прибылью в жесткой конкуренции друг с другом. Новая система является кооперативной: банки одаживают средства под давлением в надежде защитит свои уже вложенные активы и действуют с этой целью совместно с другими банками. Предыдущая система была рефлексивной в позитивном направлении: готовность и способность банков предоставлять заемные средства усиливали как способность, так и готовность стран-должников выплачивать долги, и наоборот. В теперешней ситуации рефлексивность работает в противоположном направлении: именно неспособность и неготовность банков предоставлять займы наряду с неспособностью и неготовностью стран-должников выплачивать задолженность взаимно усиливают друг друга. Эта система не могла бы выжить без активного участия участников к сотрудничеству с целью предот-

вращения коллатса. Действия, предпринимаемые заимодавцами, выливаются в расширение кредитования с тем, чтобы позволить странам-должникам обслуживать уже имеющиеся задолженности; действия заемщиков включают в себя участие в жестких программах экономии, которые поддерживают потребность в новых кредитах на минимальном уровне. Вопрос о том, что представляет собой этот минимум, решается в процессе деликатных переговоров между заимодавцами и заемщиками. МВФ взял на себя ведущую роль в проведении таких переговоров, хотя страны-должники, как правило, не склонны позволять МВФ постоянно играть ведущую роль в отслеживании этих соглашений.

Система эта является очень ненадежной, поскольку как заимодавцы, так и заемщики должны подавлять устои своих интересов в целях сохранения остальной части системы. Что касается должников, приносимые ими жертвы измеряются объемами оттока средств, для банков такой мерой являются объемы роста новых кредитов. Приносимые жертвы, однако, несимметричны, поскольку заемщики выплачивают проценты на недавно увеличенные кредиты, в то время как заимодавцы их получают. Только если бы банки простили заемщикам некоторую часть процентов по займам или некоторую часть основных сумм, они понесли бы действительные убытки. Но Коллективная система займов основана на принципе нарушения целостности долга — именно этот принцип держит вместе все элементы Коллектива. К сожалению, это оставляет нерешенной критически важную проблему: странам-должникам необходимы средства, чтобы выплачивать проценты по задолженностям, но каждая страна лишь увеличивает их будущие обязательства. Понимая наличие такой проблемы, банки создают резервы на случай невыплаты долгов; но не было найдено способа передачи этих резервов странам-должникам без нарушения основного принципа, держащего вместе всех участников Коллектива.

Создание Коллективной системы займов не было запланированным и о нем не было объявлено. Она была переходной к самому началу и она должна привести к чему-то иному. Наиболее интересный вопрос, который можно задать о ней — каков же будет итоговый результат? К сожалению, это не тот вопрос, на который можно дать удовлетворительный ответ. Прежде всего, рефлексивный процесс не имеет predeterminedного результата: результат определяется в ходе самого процесса. Кроме того, прогнозы как таковые также могут повлиять на результат. В этом случае надежда на то, что Коллективны выполнят свою задачу, является одной

из основных сил, держащих вместе их участников: любое завышение, которое может подорвать эту надежду, немедленно становится частью ситуации, к которой оно относится. Таким образом, подобная дискуссия не может быть объективной. Тем не менее, вопрос требует ответа. Может ли выбранный мной подход помочь в поисках такого ответа? И будет ли ответ способствовать дальнейшему развитию теории рефлексивности?

Я опубликовал две работы¹ — одну в июне 1983 г. и одну в марте 1984 г., — в которых я пытался проанализировать проблему международного долга с использованием теории рефлексивности, однако не объяснял этого подробно. Вот что было мною написано (с незначительными изменениями):

Странам, имеющим значительные задолженности, в результате коллатса системы добровольных займов пришлось пройти через жесткий процесс приспособления. Это приспособление можно разделить на четыре фазы. В первой фазе наблюдается падение импорта; во второй фазе — увеличение экспорта. В течение первых двух фаз внутренняя экономическая активность падает. В третьей фазе внутренняя экономическая активность восстанавливается и наблюдается рост как импорта, так и экспорта. В четвертой фазе рост ВВП и объемов экспорта превышает рост обязательств по обслуживанию долга и процесс перемен завершается.

Первая фаза происходит под давлением извне. Когда поток кредитных средств прерывается, торговый дефицит автоматически устраняется благодаря резкому срезанию импорта. Уровень жизни падает, процесс производства может быть нарушен, и страна вступает в период депрессии. Объемы средств, которые необходимо получить от Коллективной системы, определяются неспособностью страны-должника в сжатые сроки создать положительный торговый баланс, достаточный для покрытия требований по обслуживанию долга.

Реальный процесс корректировки начинается во второй фазе. С точки зрения реальных условий курс валюты падает и средства производства, побуждаемые резким снижением внутреннего спроса, переориентируются на экспорт. Торговый баланс улучшается, и способность страны обслуживать свой долг улучшается вместе с ним.

Именно в этот момент готовность выплачивать долги и готовность предоставлять займы становятся критически важ-

ными. Страна, о которой идет речь, должна увеличить объемы своего импорта, чтобы поддержать восстановление внутренней экономики. Это означает сокращение сумм, которые могут быть вывезены. Если этот барьер преодолевается, начинается третья фаза. Восстановление экономики смещает последствия оттока средств. По мере экономического роста кредитоспособность страны начинает повышаться при условии, что объем экспорта растет быстрее, чем ВВП. Если это происходит, процесс корректировки завершен.

С точки зрения заимодателей, Коллектив работает с хронической нехваткой ресурсов. Коммерческие банки могут быть разделены на две категории: те, для которых решается вопрос выживания, и те, кто лишь частично вовлечен в этот процесс. Первая категория банков составляет ядро Коллектива; они могут считаться участниками, но реальные возможности их участия ограничены. Члены системы, лишь частично вовлеченные в процесс, нуждаются в более сильных аргументах. Как только безоговорочность смещается, эти участники стремятся выйти из игры, предоставляя выделить новые кредиты лишь основным участникам. Между этими категориями нет жесткой границы. Крупные американские, английские и японские банки всегда будут оставаться среди основных участников; американские региональные и многие европейские банки первоначально были частными участниками. В промежутке — множество банков, само существование которых находится сегодня под вопросом, но которые могли бы создать достаточные резервы в течение некоторого периода времени и в будущем стать частными участниками.

Вследствие реального или потенциального сокращения числа участников ресурсы Коллективов, как правило, остаются полностью распределенными. Коллективы не могут удовлетворять предъявляемые им требования без поступления дополнительных средств от международных заемных институтов, а средства этих институтов также очень плотно распределены. Таким образом, Коллективам приходится требовать максимальных объемов выплат, что делает барьер между второй и третьей фазами трудным для перехода.

Я пришел к заключению, что Коллективная система займов "является системой, порожденной чрезвычайными обстоятельствами. Для того, чтобы она продолжала существовать, нужны чрезвычайные обстоятельства, и она построена таким образом, чтобы создавать чрезвычайные обстоятельства, необходимые для ее существования".

В общем и целом, этот аналитический подход выдержал испытание временем, хотя, оглядываясь назад, я могу сказать, что совершил две серьезных ошибки. Во-первых, я утверждал, что страны-должники согласились бы на вывоз средств по двум причинам: (1) чтобы сохранить доступ на рынок капитала и (2) для того, чтобы избежать ареста активов, но не учел того, что оказалось наиболее важной причиной: (3) сохранение доступа на экспортные рынки. При развале внутренних рынков угроза того, что может быть закрыт доступ на экспортные рынки, была чрезвычайно действенной. Аргентина находилась в самой благоприятной позиции, поскольку большую часть ее экспортной продукции составляли заменимые товары общего потребления, но даже Аргентина продает много товаров, как, например, обувь или сталь, предназначенных для специализированных рынков. Более того, недавно избранное аргентинское правительство не желало оставаться в изоляции от западного мира. Оно было преисполнено желанием избежать "экономических Фолклендов". В результате опасность невыплат так и не стала настолько серьезной, как я это предполагал.

В моих исследованиях я не придавал большого значения первым двум побудительным причинам. Что касается свободного доступа на рынок капитала, я считал, что система займов, которая преобладала до 1982 г., разрушена навсегда. Она была основана на неких ошибочных концепциях, позднее они были признаны таковыми. Позитивные предпочтения сменились негативными, и потребовалось бы длительное время, чтобы их преодолеть. События подтвердили эти выводы: банковские займы менее развиты у стран намного ниже предполагавшихся ранее. Что же касается угрозы ареста активов, я отнес ее как более или менее необоснованную. С тех пор появилось множество документов, подтверждающих эту точку зрения. Прогнозируя третью, наиболее важную побудительную причину, я пришел к заключению, что "единственный путь обеспечить выплату странами-должниками их обязательств состоит в том, чтобы сделать кредит доступным в объемах, приблизительно равных издержкам по обслуживанию их внешнего долга".

Это заключение оказалось ложным. В 1984 г. менее половины объема процентных выплат по кредитам было авансировано в форме новых кредитов, а большая часть новых кредитов поступила не от коммерческих банков, а из других источников. В результате отток наличности из коммерческих банков был менее сильным, чем я предполагал, и напряженность между основными и частными участниками не достигла точки разрыва. На практике даже основные члены системы смогли начать накопление резервов (против необеспеченных долговых обязательств) и улучшить свой коэффициент покрытия.

Вторая моя ошибка состояла в том, что я недооценил способности стран-должников по увеличению объемов экспорта. Мирова экономика оказалась более сильной, чем я предполагал. Причiny этого будут обсуждены в следующей главе. В частности, Бразилия достигла гораздо более высокого активного сальдо торгового баланса, чем я предполагал. Официальная цель на 1984 г. составила 9 млрд. долл.; реальная цифра превысила 12 миллиардов. Сильные позиции в области экспорта привели к умеренному оживлению внутренней экономики и позволили Бразилии вступить в третью фазу.

Этих двух ошибок в совокупности оказалось достаточно, чтобы сделать мой анализ излишне пессимистичным. В феврале 1984 г. я утверждал, что "достижение значительного прогресса в третьей фазе становится все менее вероятным, и четвертая фаза представляется все менее доступной в рамках существующей системы". Тем не менее к 1985 г. некоторые основные должники вступили в третью фазу и казалось, что худшее позади. Затем наступил период резкого спада в ценах на нефть в 1986 г., и Мексика попала в аварию. Это чрезвычайное происшествие можно было бы объяснить внешними причинами, но недавние перемены в Бразилии носят наманого более злободневный характер. В результате так называемого "Плана Крузадо"* экономика мгновенно оказалась перетртой и внешнеторговый баланс опасно ухудшился. Как только правительство одержало убедительную победу и было избрано на новый срок, оно приступило к управлению экономикой. Даже при этих условиях внутриполитические соображения, очевидно, взяли верх над обязательствами по выплатам международных задолженностей, и 1987 г. может оказаться кризисным годом для переговоров по поводу бразильского долга.

* План Крузадо — стабилизационная программа Бразилии, включавшая введение новой денежной единицы крузадо (1986 г.). — *Прим. ред.*

Позиции стран-кредиторов значительно смягчились. Американский государственный казначей Джеймс Бейкер (James Baker) признал необходимость внутреннего роста стран-должников в своем плане, который он представил на встрече стран-участниц Всемирного банка в Сеуле в октябре 1985 г. Впоследствии план Бредли (Bradley) открыто выступал за то, чтобы простить странам-должникам часть процентных выплат и часть основной суммы аккумулярованного долга. Реальность заключается в том, что положительный торговый баланс стран-должников начал представлять трудности для Соединенных Штатов. Банки имеют более значительные резервы, чем несколько лет назад, поэтому в 1987 г. могут быть введены некоторые защитные меры в сочетании с некоторыми мерами по аннулированию долговых обязательств. Если опыт последних пяти лет может служить для руководства, изменения не будут достаточно радикальными и не смогут вызвать крах всей системы.

Несмотря на некоторые ошибки в деталях, мои аналитические соображения в целом остаются верными. Они не являются руководством к успешному исправлению ситуации, а скорее представляют собой модель выживания при крахе. Как мы уже видели, Коллективная система сохраняет свою целостность только благодаря страху перед развалом, и, как мы увидим, эта черта присуща многим договоренностям, вступившим в силу после 1982 г.

7. Рейгановский Имперский Крут*

В период международного долгового кризиса я работал с весьма грубой и нечеткой моделью расширения и сокращения объемов кредита, похожей на модель подъем-спад для фондового рынка. Я считал, что 1982 г. был концом периода всемирного расширения кредита, и не смог предугадать, что Соединенные Штаты будут выступать в роли "защитника последней инстанции".

Большой, постоянно растущий бюджетный дефицит США возник как непреднамеренное следствие противоречий в политических целях. С одной стороны, президент Рейган стремился сократить роль федерального правительства в экономике путем сокращения налогов; с другой стороны, он хотел поддерживать сильные позиции в военной области в своем противостоянии тому, что он считал коммунистической угрозой. Эти две цели невозможны было преследовать одновременно в пределах сбалансированного бюджета.

Усугубило ситуацию еще и то, что бюджетно-финансовая и денежно-кредитная политика осуществлялись под руководством двух различных и противоречащих друг другу научных школ. Бюджетно-финансовая политика находилась под влиянием "экономикс-предложения", в то время как денежно-кредитная политика направлялась идеями монетаризма.

Сторонники экономики предложения полагали, что сокращение налогов будет иметь настолько стимулирующий эффект как на объемы производства, так и на готовность выплачивать налоги, что экономика сможет расти с большой скоростью без резкого увеличения инфляции и бюджет будет вновь сбалансирован благодаря высокому уровню налоговых поступлений. Это был абсолютно рефлексивный образ мыслей и он содержал серьезные ошибки, как это свойственно такому образу мыслей. Верность этих утверждений зависела от того, станут ли они общепризнанными. Та-

* Эта глава, законченная в августе 1985 г., не подвергалась пересмотру. Изменения, произошедшие с тех пор, описаны в части книги, касающейся эксперимента в реальном времени (часть третья). — *Прим. авт.*

ким образом, это было предложение типа "все или ничего". В демократической системе, которая функционирует на основе компромиссов, подобные предложения редко побеждают. В этом случае шансы на успех были особенно малы, поскольку существовала иная крупная научная школа, влияющая на государственную политику.

Монетаристы полагали, что основная цель состоит в том, чтобы взять инфляцию под контроль, и что поэтому необходимо строгое регулирование денежной массы страны. Вместо того чтобы контролировать процентные ставки по краткосрочным кредитам, как это делалось ранее, Федеральный Резерв поставил себе определенные цели, относящиеся к денежной массе, и позволил процентным ставкам федеральных фондов свободно колебаться. Новая политика Федерального Резерва была введена в действие в октябре 1979 г., и в момент вступления Рейгана в должность президент процентные ставки были уже на рекордном уровне. В своем первом бюджете он сократил налоги и одновременно увеличил военные расходы. Несмотря на скоординированные усилия сократить внутренние расходы, экономические средства не хватило на то, чтобы нейтрализовать статьи. Путь наименьшего сопротивления привел к большому государственному бюджетному дефициту.

Поскольку бюджетный дефицит должен был быть профинансирован в рамках строго поставленных целей ограничения денежной массы, процентные ставки поднялись на беспрецедентную высоту. Вместо экономического роста конфликт между бюджетно-финансовой и денежно-кредитной политикой привел к серьезной рецессии. Выросшие процентные ставки, в совокупности с экономическим упадком, неожиданно ускорили наступление международного долгового кризиса 1982 г. Тенри Кауфман заложил до этого предупреждал, что государственный дефицит вытеснит с рынка других заемщиков. Он оказался прав, но первыми с рынка были вытеснены иностранные государства, а не внутренние потребители кредитов.

Федеральный Резерв отреагировал на мексиканский кризис августа 1982 г., ослабив свои ограничения на рост денежной массы. Бюджетный дефицит только начал расти. С отпущенными тормозами экономика рванулась вперед. Ее возрождение было столь мощным, сколь серьезной была рецессия. Этому способствовал резкий рост расходов как в частном, так и в корпоративном секторах экономики. Этому также содействовала и банковская система. Военные расходы только начали набирать обороты. В частном

секторе наблюдался рост реальных доходов, на корпоративный сектор положительно повлияли введение ускоренной амортизации и другие налоговые уступки. Банки охотно предоставляли займы, поскольку практически любой займ приводил к улучшению качества их кредитных портфелей.

Спрос, исходивший от всех этих источников, был настолько сильным, что процентные ставки после начального снижения стабилизировались на невиданном в истории высоком уровне и в конце концов вновь стали расти. Банки агрессивно боролись за депозиты и предоставляли держателям финансовых средств даже больший процент, чем могли принести вложения в государственные облигации. Привлекался иностранный капитал, частично благодаря высоким доходам по финансовым активам, а частично благодаря доверию, которое внушал президент Рейган. Доллар усилил свои позиции, а набирающая силу валюта (наряду с позитивной разницей процентных ставок) сделала поток капиталов, перевозимых в доллары, устойчивым. Сильный доллар привлек импортеров, которые помогли удешевить повысившийся спрос и поддержать низкий уровень цен. Начался самоусиливающийся процесс, в котором сильная экономика, сильная валюта, большой бюджетный дефицит и большой торговый дефицит взаимно усиливали друг друга и приводили к безынфляционному росту. Я назвал это круговое взаимоотношение Рейгановским Имперским Кругом, поскольку оно финансирует наращивание военной мощи посредством привлечения как зарубежных товаров, так и иностранного капитала. Это делает такой круг кругом благоденствия в его центре и порочным кругом на периферии.

Легко заметить, что Имперский Круг был построен на внутренних противоречиях между монетаризмом и экономикой. Результат этого был не только непреднамеренным, но и непредвиденным. Участники быстро протекающих исторических событий не осознают полностью, что именно происходит. Потрасающий перевод огромных объемов средств в менее развитые страны в период между 1974 и 1982 г. не мог бы иметь место, если бы события были спланированы и организованы, а коллективная система займов, как мы уже видели, появилась непреднамеренно и не была объявлена заранее.

Большинство профессиональных экономистов не считало возможным возникновение или продолжительное существование этого круга благоденствия, но президент Рейган, несмотря на ограниченность своих знаний, кажется, лучше своих экономических советников понимал, что возможно, а что — нет. В конце концов,

рефлексивный процесс Имперского Круга хорошо согласовывался с его концепцией лидерства, которая, конечно, *par excellence*, является рефлексивной концепцией. Он был, таким образом, согласен на словах поддерживать желательность сбалансированного бюджета, но проигнорировал советы Мартина Фельдштейна (Martin Feldstein), а впоследствии и избежался от него, и оставил дефицит практически без внимания. Европейцы жаловались на сильный доллар, хотя не совсем ясно, почему, но американская администрация настаивала на политике благоденствующего игнорирования.

Круг благоденствия для Соединенных Штатов был порочным кругом для стран-должников. Торговый дефицит США проявлялся в положительном торговом балансе других стран. В той степени, в которой высокие экспортные показатели позволяли странам, имеющим значительные задолженности, поддерживать выплаты процентов по своим займам, эффект этого может считаться благоприятным; но даже здесь все идет на пользу заимодавцам. Что же касается всего остального, то страны-должники трудились в условиях высоких реальных процентных ставок и очень неблагоприятной обстановки в торговле. Доллар дешев, когда его занимают, но становится дорогим, когда надо платить проценты. Борьба за экспорт удешевляла цены на экспортируемые товары на низком уровне. Хотя внешние показатели стран-должников превалировали многие ожидания, их внутреннее положение было намного менее удовлетворительным. Некоторые из них не продемонстрировали практически никакого восстановления экономики, но даже среди более успешных доход на душу населения сильно отставал; теперь, когда он начал расти, положительный торговый баланс начинает снижаться. Некоторые из наиболее слабых стран пережили падение по спирали, в котором как их внутренняя экономика, так и их возможности по обслуживанию своих долгов упали до нуля. Эта группа стран включает в себя большую часть Африки, некоторые латиноамериканские страны и страны Карибского бассейна, как, например, Перу и Доминиканская республика.

Что же касается более развитых стран, рост экспорта в Соединенные Штаты имел стимулирующий эффект, но реакция на него была очень подавленной. Корпорации неохотно расширяли свои мощности, поскольку опасались, и вполне обоснованно, что доллар упадет как раз после увеличения их мощностей. Хранение же финансовых активов в долларах являлось, напротив, практически неотразимым. Это можно было особенно явно наблюдать в Британии, где колебания курса валюты были особенно сильными. Вся

Европа махалась от высокого уровня безработицы и низкого роста экономики. Стало модным говорить о "евросклерозе". Дальний Восток проявил гораздо больший динамизм, когда на арену выступили новые индустриальные страны и Китай открыл свои порты. Наибольшую выгоду при нынешнем положении вещей получила Япония. Ее позиция является практически зеркальным отражением позиции Соединенных Штатов, с ее огромным положительным экспортным балансом и сильными внутренними сбережениями, сбалансированными экспортом капитала.

Давайте попробуем проанализировать Рейгановский Имперский Круг с помощью аналитических инструментов, которые мы разработали к настоящему моменту. Мы будем использовать обозначения, принятые в главе 3. Четверьма ключевыми элементами являются: сильная экономика ($\uparrow v$), сильная валюта ($\uparrow e$), растущий бюджетный дефицит ($\downarrow B$) и растущий торговый дефицит ($\downarrow T$). На первый взгляд, наблюдаются некоторые очевидные противоречия между этими четверью переменными. Традиционная экономическая теория гласит, что растущий торговый дефицит ($\downarrow T$), как правило, подлагает как обменные ставки ($\downarrow e$), так и уровень внутренней экономической активности ($\downarrow v$):



Но Имперскому Кругу удалось победить эти причинно-следственные отношения с помощью двух других переменных: бюджетного дефицита и притока капитала.

Экономика усиливалась, поскольку стимул бюджетного дефицита одержал верх над эффектом торможения, вызванным торговым дефицитом. Экономическая активность, безусловно, находилась под влиянием и многих иных факторов. Рассмотрение всех этих факторов потребовало бы чрезмерного усложнения нашего обсуждения. Основное значение имеет конечный результат: сильная экономика. Для того чтобы не усложнять картину, мы обозначим суммарное влияние всех прочих факторов с помощью вопросительного знака (?), что дает нам следующую формулу:

$$(2) \quad (\downarrow B + ?) > (\downarrow T + ?) \rightarrow \uparrow v$$

Аналогичным образом доллар поднялся, поскольку приток капитала — $\downarrow (N + S)$ — превысил торговый дефицит:

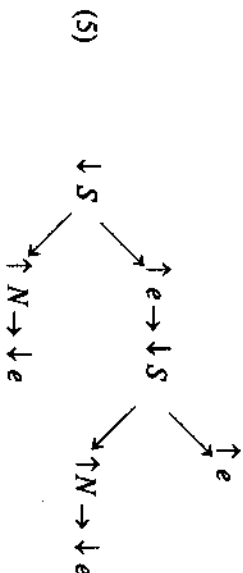
$$(3) \quad \downarrow T < \downarrow (N + S) \rightarrow \uparrow e$$

Эти два взаимоотношения являются основой Имперского Круга.

Действуют и многие другие взаимоотношения; их так много, что перечислить их все было бы обременительно. Некоторые из них усиливают Имперский Круг; другие противодействуют ему; остальные усиливают его в течение короткого периода времени, но не могут поддерживать в течение длительного срока. Наиболее важная самоусиливающаяся связь существует между обменным курсом и притоком спекулятивного капитала:

$$(4) \quad \uparrow e \rightarrow \downarrow S \rightarrow \uparrow e \rightarrow \downarrow S$$

Мы уже определили два взаимоотношения, которые противодействуют Имперскому Кругу (формула (1)), и здесь мы можем упомянуть два взаимоотношения, которые являются самоусиливающимися в течение короткого периода времени, но не могут существовать в течение более длительного периода. Прежде всего, в то время как приток спекулятивного капитала является самоусиливающимися в течение короткого периода времени, он также порождает обязательства по выплате процентов и возврату средств, обязательства, которые накапливаются и начинают действовать в противоположном направлении:



В итоге растущие расходы по обслуживанию займов ($\uparrow N$) стремятся подорвать взаимоотношения, на которых основан Имперский Крут, и тренд обменного курса сменяется на противоположный тренд:

$$(6) \quad (\downarrow T + \uparrow N) > \downarrow S \rightarrow \downarrow e \rightarrow (\uparrow S + \downarrow T + \uparrow N) \rightarrow \downarrow \downarrow e$$

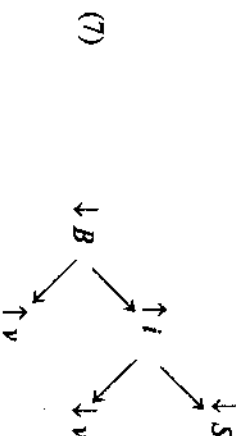
В это время расходы по обслуживанию займов и бегство спекулятивного капитала могут быть дополнены торговым дефицитом и могут привести к катастрофическому коллапсу доллара: предстатели центрального банка, и более всех Волкер (Volcker), признают опасность этого и предупреждают о ней общественность². Чтобы рассмотреть этот вопрос в перспективе, необходимо указать, что расходы по обслуживанию процентных ставок смогут накопиться и достигнуть той точки, когда они будут в состоянии исправить баланс, лишь через много лет. Представляется правдоподобным, что Имперский Крут пойдет в обратном направлении или хотя бы остановит свое движение задолго до этого. Волкер и другие ответственные государственные лица, безусловно, работают в этом направлении.

Важнейший вопрос, который волнует весь мир, состоит в том, может ли Имперский Крут быть остановлен так, чтобы это не вызвало катастрофического коллапса доллара. Чем больше он продержится и чем выше поднимается доллар, тем больше опасность падения. Проблема заключается в том, что полный поворот в динамике доллара мог бы даже на этой стадии вызвать сдвиг не только в продолжающемся потоке инвестиций, но и в аккумулярованных объемах спекулятивного капитала. Этот объем, естественно, намного больше, чем текущий поток инвестиций. Эта проблема является общепризнанной и доставляет немало волнений держателям долларовых активов. Именно поэтому иностранные холдинги, владеющие высоколиквидными активами, весьма точно называют "горячими деньгами".*

Еще одним примером может служить бюджетный дефицит, который стимулирует экономическую активность в течение ко-

* Hot money — горячие деньги: большие объемы ликвидных средств, быстро переводимые из одного банка, одной валюты или одной страны в другие в поисках прибыли или убежища (более высокие процентные ставки, арбитражные возможности). Возник новый класс кредиторов, состоящий из миллионов безликих индивидумов и институтов ("бельгийский дантист"). См., например, подборку статей "Hot money" в журнале Business Week. 20 March 1995, стр. 14–25. — *Прим. ред.*

роткого периода времени, но затем в течение более длительного может быть контрпродуктивным, поскольку он отвлекает средства от более продуктивного использования через механизм процентных ставок.



Пока высокие процентные ставки засасывают капитал из-за рубежа, проблема остается скрытой. С помощью иностранных сбережений собственная экономика может потреблять больше, чем производит. Проблема становится острой, только когда приток капитала падает и не отвечает более бюджетному дефициту. Процентные ставки должны подняться для того, чтобы привлечь достаточные объемы внутренних сбережений, необходимые, чтобы профинансировать бюджетный дефицит. Следующее затем падение потребления вызывает депрессию в экономике, дела и иностранные все менее склонными хранить средства в долларах. Это может привести к "катастрофическому сценарию", в котором слабая экономика и высокий бюджетный дефицит порождают высокие процентные ставки и слабый доллар.

Мы можем скомбинировать эти взаимоотношения, чтобы составить интегрированную модель Имперского Крута — формула (8).

В этой модели, одним из основных столпов Имперского Крута, формула (2) показана горизонтально, а формула (3) — вертикально. Можно заметить, что модель нестабильна: некоторые взаимосвязи усиливают ее, в то время как другие ослабляют. Лучше всего усилены такие факторы, как приток спекулятивного капитала и торговый дефицит. Фактор, подвешивающийся наибольшей опасности, — это уровень экономической активности. Основная угроза для Имперского Крута исходит от торгового и бюджетного дефицита. Основными опорами-близнецами этой конструкции являются сильный доллар и сильная экономика; сильный доллар приводит к росту торгового дефицита, который ослабляет экономику, а бюджетный дефицит держит процентные ставки на более высоком уровне, чем тот, на котором они могли бы быть, что

8. Эволюция банковской системы

Общепризнано, что международный долговой кризис 1982 г. явился драматическим моментом для стран-должников. Поток средств изменил свое направление, и размах этого сдвига был ограничен лишь платежеспособностью стран-должников. В нашей модели Имперского Круга это колебание показано как неслучайный приток капитала ($\uparrow M$), поскольку он был вызван не воображаемыми общим доходом. Здесь участвуют значительные суммы: нетто-объем средств, поступающих в страны с большими задолженностями, упал с 50,1 млрд. долл. в 1982 г. до обратного потока в 13,8 млрд. в 1983 г.¹, в основном в долларовой форме. Перевод капитала из стран с большими задолженностями стал одной из главных опор Имперского Круга.

Несколько менее признанным является утверждение о том, что кризис 1982 г. не стал аналогичной поворотной точкой для банковской системы. Крупнейшие банки были слишком глубоко вовлечены в этот процесс, чтобы допустить движение в обратном направлении. Если бы все они прекратили предоставление займов вообще, страны с большими задолженностями были бы вынуждены прекратить платежи. Если бы они попытались выделить адекватные резервы, уменьшены были бы их позиции в области капитала. Коллективная система была создана именно для сохранения этих банков. Мы уже рассмотрели роль Коллективов в преодолении трудностей со странами-должниками; теперь мы должны проследить, что же произошло с самой банковской системой.

Коллективная система займов работает на принципе добровольной кооперации. Регулирующим органам потребовалось приложить значительные усилия для того, чтобы обеспечить возможность банкам, глубоко вовлеченным в этот процесс, предоставлять новые займы и чтобы побудить менее заинтересованные банки к сотрудничеству. Единственный путь для достижения этих целей состоял в том, чтобы поддерживать легенду о надежности невыплаченных займов и о ненужности выделения резервов для их обеспечения. Существовало некоторое расхождение во мнениях

между различными контролирующими органами, но Федеральный Резерв, в качестве занимающая последней инстанции, имел право решающего голоса. Банковская система считалась слишком слабой. Были модифицированы стандарты бухгалтерского учета и были приняты специальные меры, чтобы банки могли соответствовать этим стандартам. Выданный в последнюю минуту предельный краткосрочный заем* Аргентине 1-го марта 1984 г. может считаться одной из наиболее энергичных интервенций Федерального Резерва.

Европейские центральные банки пошли иным путем. Они по-буждали коммерческие банки выделять резервы и списывать невыплаченные займы. Они могли позволить себе это, так как европейские банки вообще были в меньшей степени вовлечены в процесс предоставления займов и их система бухгалтерского учета позволяла накапливать большие скрытые резервы. Великобритания занимала промежуточную позицию между европейскими странами и США. Некоторые британские банки входили в число тех, кто выдал наиболее рискованные займы менее развитым странам, но они имели намного более солидную депозитную основу в своей системе филиалов и, таким образом, они могли не опасаться кризиса доверия в той степени, в которой этого опасались их американские партнеры.

Можно утверждать, что Федеральный Резерв зашел слишком далеко в финансовой поддержке крупных финансовых центров. Этим банкам было позволено учитывать в качестве текущего дохода плату за перенесение сроков выплаты задолженностей и значительные суммы разницы, начислявшиеся при этом, которые они требовали на бумаге, но не собирали в наличной валюте. В результате они могли указывать в своих отчетах значительный рост прибылей, а некоторые из них действительно увеличили выплату дивидендов в 1983 г.

Парадоксально, но создание коллективной системы, а также попустительское отношение регулирующих органов, которое оно сопровождалось, задержали и отклонили в сторону ход процесса приспособления в американской банковской отрасли. Странам-должникам пришлось столкнуться с суровой реальностью, но банки были оставлены с большим грузом сомнительных долгов, сомнительный характер которых они должны были скрывать. Единст-

* Англ. bridge loan — "промежуточное" финансирование: краткосрочный кредит на период до начала действия основной схемы финансирования. — Прим. ред.

венный путь получения выплат по этим долгам состоял в том, чтобы давать допгипотечные займы. Таким образом, проблема была не только непризнаваемой, но и постоянно растущей. Банки в ответ пытались еще больше ускорить свой рост. Наиболее популярным способом увеличения объемов операций было предоставление услуг, не связывавших банковские активы. Многие финансовые центры разрабатывали целый спектр новых услуг и активно осуществляли их маркетинг, но они также не возражали и против роста всех показателей в их балансовых отчетах. Практически любой заем был по качеству лучше, чем портфель займов менее развитым странам. Это было золотое время для приобретения контрольных пакетов акций компаний с использованием привлеченных средств*, банки охотно предоставляли депозиты за рубежом и использовали эти средства для создания своей базы активов внутри страны. Таким образом, они стали основным инструментом привлечения иностранного капитала в США.

К сожалению, банки были неспособны использовать высокие показатели прибыльности, фигурирующие в их отчетах, чтобы увеличить свой акционерный капитал, поскольку фондовый рынок разгадал эту хитрость и банковские акции котиrowались на много ниже их номинальной стоимости. Кэмикэл Банк удалось воспользоваться благоприятным моментом и продать некоторое количество акций; банку Меньюфекчурерс Ганновер также удалось разместить свои акции в связи с приобретением им корпорации СидАйТи; но это были исключения. В целом же банкам приходилось полагаться на нераспределенную прибыль**, которая не может успеть за ростом активов.

Тем не менее, шла тонка в расширении объемов и диверсификации банковской деятельности. Банк Меньюфекчурерс Ганновер приобрел по завышенной цене корпорацию СидАйТи. Для того, чтобы преодолеть существующие ограничения на географическое расширение деятельности банков, был изобретен артефакт "не-банковского банка". Крупные финансовые центры оказывали давление с тем, чтобы получить возможность расширения за пределы границ штатов. Но они столкнулись с жесткой оппозицией со стороны региональных банков, которые требовали защиты. Этот затнувшийся спор был лишь недавно разрешен путем предоставления региональным банкам пространства для дыхания, прежде

* Англ. leveraged buyout. — *Прим. ред.*

** Англ. retained earnings. — *Прим. ред.*

чем банкам финансовых центров будет позволено приобретать банки за пределами границ штатов.

Федеральный Резерв не желал налагать на банковскую систему никаких ограничений, которые могли бы оказать негативное влияние на экономику. Первым приоритетом было предотвращение коллапса, и для достижения этой цели ставилась также задача создания механизма для возрождения сильной экономики. Только когда экономический рост достаточно стабилизировался, Федеральный Резерв взял под контроль рост денежной массы, позволив подняться процентным ставкам. Он мог бы также попытаться вмешаться в сферу действия банков, но этого не произошло. Необеспеченные займы продолжали накапливаться и коэффициенты покрытия продолжали ухудшаться. Доверие к банковской системе оставалось низким.

В конце концов появились проблемы с портфелем внутренних займов. Экономический рост не коснулся некоторых крупных сегментов экономики, особенно сельского хозяйства и нефтяной промышленности. По контрасту с международным долгом было непрактично поддерживать на плаву заемщиков внутри страны, предоставляя им средства для выплаты процентов: попросту их было слишком много. Банк Континентал Иллинойс пострадал особенно серьезно, поскольку он следовал практике свободного предоставления займов. Так, он приобрел значительное количество необеспеченных энергетических займов у обанкротившегося банка Пенн Сквер. Не имея филиалов, Континентал Иллинойс попал в невыгодное положение, оказавшись в сильной зависимости от сумм, предоставленных по этому займу. Таким образом, это стало местным поводом для беспokoйства.

Назревала также проблема в ссудно-сберегательной отрасли. Акционерный капитал многих ссудно-сберегательных фондов был сведен на нет в результате повышения процентных ставок еще до 1982 г. Для предотвращения всеобщего коллапса значительному числу таких институтов в 1982 г. пришлось слиться или искать иные пути спасения. Рейгановская администрация искала рыночный механизм, который помог бы разрешить эту проблему. В одном из наиболее примечательных эпизодов в истории финансовой деятельности многие регулирующие ограничения были сняты как раз в тот момент, когда капитал в этой отрасли серьезно пострадал. Область деятельности, в которой могли принимать участие ссудно-сберегательные компании, и область тех активов, в которые они могли инвестировать свои средства, были значительно расширены. Поскольку ссудно-сберегательные институты попали

в трудное положение в условиях жесткого регулирования, считалось, что снятие ограничений должно помочь им преодолеть трудности. И действительно, частное предпринимательство изобрело гениальные пути для спасения таких компаний, стоящих на краю банкротства. Большая часть новых вложений немедленно возвращалась в виде налогового убытка*, и при очень невысоком объеме различных вложений хитроумные инвесторы обрели контроль над организациями, имеющими право прилекать депозиты под гарантии государства. Некоторые из этих институтов попали в руки тех, кто мог использовать такие депозиты для поддержки иной деятельности, от которой они получили прибыль. При активном росте они могли сильно выиграть, а возможные потери были бы невелики. Это была формула для катастрофы. Удивительно, что до сих пор она не осознана как таковая.

Компанией, которая энергично воспользовалась возможностью, предоставленной регулируемыми органами, была Американская финансовая корпорация. Под динамичным руководством своего президента, Чарльза Кнаппа, она приобрела Первый финансовый чартер, старейшую организацию, чьи депозиты были гарантированы Федеральной Корпорацией Страхования Ссудо-Сберегательных Организаций (FSLIC)**, привлекала значительные заемные средства, используя брокеров, а также свой собственный, внутренний торговый персонал, использующий высоколиквидные средства***. Затем она сделала значительные вложения в довольно рискованные займы под проекты, связанные с недвижимостью, а также в ипотечные ссуды с фиксированными процентными ставками. Если какой-либо из займов не выплачивался, подыскивали другого подрядчика, который брал на себя этот проект в обмен на еще большие займы, выделяемые под его собственные проекты. Когда процентные ставки начали расти, компания стала для увеличения средней ставки**** по портфелю ипотечных ссуд

* Англ. tax loss — убыток, который учитывается при налогообложении путем вычета из аналогичных других сумм будущих доходов. — *Прим. ред.*

** Federal Savings and Loan Insurance Corporation — Федеральное Агентство, страхующее депозиты в ссудо-сберегательных институтах-членах. Создано в 1934 г. — *Прим. ред.*

*** Англ. high-powered — наличные деньги и резервы в центральном банке; high-powered money — деньги повышенной эффективности, используемые для кредитной экспансии. — *Прим. ред.*

**** Англ. average up; эта тактика применяется в различных азартных играх. — *Прим. ред.*

с фиксированными ставками, наращивать этот портфель по экспоненте. Кнапп предполагал, что, если процентные ставки в конце концов упадут, у него будет высокодоходный портфель вложений, а если процентные ставки не упадут, он сможет увеличить объемы капитала настолько, что крах его будет невозможен: оред — он выплывает, релка — не проигрывает. Его расчет оказался верным. Депозиты компании выросли с 4,9 млрд. долл. в 1982 г. до 20,3 млрд. долл. в 1984 г. Когда финансовое положение компании стало ухудшаться, Кнаппу пришлось уйти (после получения семизначной компенсации), но компания была спасена².

Кризисы в Континентальной или инойской корпорации и Американской финансовой корпорации разразились более или менее одновременно, летом 1984 г. Это стало действительно поворотной точкой для банковской и сберегательной отраслей, хотя этот факт до сих пор еще должным образом не оценен. Органы, ревизующие деятельность банков, вспомнили о своих уставных обязанностях и начали возражать против необеспеченных займов. Регулирующие органы ужесточили требования к капиталу и настояли на расширении резервов, выделяемых под невыплачиваемые займы. В ответ банки сократили объемы средств, указанных в их балансовых ведомостях, распродали активы и подготовили пакеты займов для перепродажи вместо того, чтобы вносить их в свои ведомости. Период необеспеченного роста подошел к концу, и в итоге начался процесс приспособления.

На первом этапе приспособление было довольно плавным. Банки стали сторонниками перепродажи пакетов займов, разрабатывая для этого различные финансовые инструменты, варьирующиеся от долговых обязательств с плавающей ставкой до посреднических ипотечных сертификатов*. В случае необходимости роль банков брали на себя другие финансовые институты. В финансировании мании слияния компаний бросовые облигации**

* Англ. pass-through certificates; точный русский термин отсутствует, pass-through securities — это ценные бумаги, выпущенные на базе пула ипотек или других кредитов, причём процентные платежи по первоначальному ссудам "превращаются" в процентные платежи по этим новым ценным бумагам. В частности, выпускались GNMA certificates, т.е. сертификаты Правительственной Национальной Ипотечной Ассоциации. — *Прим. ред.*

** Junk bonds — "бросовые" или "мусорные" облигации — высокодоходные облигации корпораций с кредитным рейтингом ниже инвестиционного (не выше Ваа (Moody) или ВВВ (Standard & Poor)); часто используются для проведения поглощений, слияний и выкупов. — *Прим. ред.*

заменяли собой банковские займы, а казначейские облигации пришли на смену депозитам в евродолларах при засасывании капиталов из-за рубежа. Не случайно налог, удерживаемый при получении дохода по облигациям, принадлежавшим иностранным владельцам (withholding tax), был отменен как раз в тот момент, когда рост банков достиг поворотной точки.

Финансовое положение банков должно улучшаться с каждым отчетным кварталом. Отдельные банки могут пострадать, когда им придется признать потери, но вся отрасль в целом должна стать более заслуживающей доверия. Фондовый рынок позитивно откликнулся на изменение ситуации: банковские акции поднялись и стали продаваться с премией против номинальной стоимости.

Но опасный период еще не миновал. Именно после того, как основной тренд начинает свое развитие в обратном направлении, опускается полный эффект предшествующих этому экспансов. Пока банкам была предоставлена полная свобода действий, они могли покрывать свои необеспеченные займы, расширяя объем дополнительных кредитов, но как только банки столкнулись с необходимостью выделения резервов под необеспеченные или сомнительные займы, им стало невыгодно влезать за плохими деньгами вышвыривать и хорошие*. Напротив, у них были теперь все основания для ликвидации необеспеченных займов, поскольку, сделав это, они могли конвертировать бесприбыльные активы в прибыльные и могли также вернуть некоторую часть резервов, которые им пришлось выделить. Опасность состоит в том, что ликвидация необеспеченных займов вскрывает необеспеченность других займов. Например, многие фермеры не могли обслуживать свой долг, но стоймость их земель была все еще достаточно высока, чтобы они могли служить удовлетворительной залоговой гарантией. Вместо обывления этих фермеров банкротами им был дан дополнительный кредит. Везд распродажа земель уже обанкротившихся фермеров снижает цены на землю, и поэтому все большему числу фермеров приходится заявлять о банкротстве. То же самое происходит в нефтяной отрасли. На момент написания этой работы (сентябрь 1985 г.) аналогичные признаки подобной ситуации наблюдаются и в области недвижимости. Транспортные перевозки, вероятно, следующие на очереди.

* Good money — "хорошие" деньги — федеральные фонды, которые можно использовать в тот же день. — *Прим. ред.*

Банкротство Мерилендского общественного сберегательного банка и его филиала, Капитальные программы Инк. (Equity Programs Inc., EPI) в 1985 г., служит образцом того, что может случиться, если тренд поворачивается в противоположном направлении. Институт, о котором идет речь, был приобретен компанией-подрядчиком, занимавшейся недвижимостью, которая осуществила свою синдикационную деятельность по привлечению средств в качестве филиала ссудо-сберегательного учреждения. Эта компания-подрядчик специализировалась на финансировании строительства модульных домов и пользовалась солидной репутацией. Закладные на эти дома страховались частными ипотечными страховыми компаниями и продавались инвесторам в форме ценных бумаг, обеспеченных ипотечными займами. Вслед за "набегам" вкладчиков на сберегательные банки в Огайо, застрахованные на уровне штата, сберегательным банкам в Мериленде стало необходимо получить федеральное страхование. Федеральная Корпорация Страхования Ссудо-Сберегательных Организаций (FSLIC) с ее дисциплинарным рвением настаивала на том, чтобы филиал компании, привлекающий синдицированные средства под вложения в недвижимость, был продан, прежде чем материнская компания получит страхование FSLIC. Это разрушило всю комбинацию: филиал не мог привлечьать новые синдицированные займы, а без новых синдицированных поступлений он не мог отплатить расходы по обслуживанию своих ипотечных займов. Выяснилось, что доход от домов, под которые уже были привлечены синдицированные средства, был недостаточен для того, чтобы компенсировать ипотечные займы, а дефицит обычно покрывался за счет вновь привлекаемых синдицированных средств. В теории модульные дома должны были быть в конечном итоге проданы и начать приносить доход, но на практике филиал слишком сильно задолжал материнской компании и некоторые из этих домов, кажется, никогда не существовали. Филиал, о котором идет речь, выпустил ценные бумаги, обеспеченные ипотекой*, на сумму около 1,4 млрд. долл., и компании, страхующие ипотечные займы, оказались на крючке. Возможные выплаты превысили активы некоторых таких страховых компаний, и если они не могли выплатить своих обя-

* Mortgage-backed securities (MBSs) — ценные бумаги, обеспеченные недвижимым путем ипотек (США): доход выплачивается за счет платежей по ипотечным кредитам, входящим в пул (см. сноску на стр. 147). — *Прим. ред.*

зательств, опасности подверглась надежность ценных бумаг, обеспеченных ипотекой*.

Моего краткого отчета о недавних событиях достаточно, чтобы показать, что лица, ответственные за регулирование экономики, также не лишены предпочтений. Они являются участниками рефлексивного процесса и действуют на основе несовершенного понимания, так же как и те, чью деятельность они регулируют. Кроме того, те, кто регулирует процессы, хуже разбираются в регулировании ими бизнеса, чем те, кто занимается этим бизнесом. Чем более сложным и новаторским является этот бизнес, тем менее вероятно, что контрольные органы могут компетентно выполнять свою работу.

Регулирующие правила всегда отстают от событий. Когда до регулирующих органов доходит, наконец, нарушение, предпринимаемые ими корректирующие действия, как правило, усугубляют ситуацию в противоположную сторону. Именно это и случилось в рассматриваемый нами период. Когда власти обнаружили, что международные займы были необеспеченными, было слишком поздно корректировать ситуацию, поскольку коррекция вышла бы за рамки. Когда же они в конце концов настояли на том, чтобы банки признали свои убытки, их настойчивость ускорила коллапс залогового обеспечения в таких областях, как сельское хозяйство, нефтяная промышленность и транспорт.

Коммерческие банки также совершили много ошибок, но у них есть хотя бы некоторое оправдание: они действовали в пределах руководящих указаний, установленных регулируемыми органами. Их задача состоит в том, чтобы конкурировать, а не беспокоиться о стабильности системы. Это оправдание реальное, в том смысле, что, постольку, поскольку не будет допущено никаких злоупотреблений, власти должны будут на самом деле выручить их, если они попадут в тяжелое положение. Это усиливает ответственность, налагаемую на регулирующие органы.

Власти проявили себя с лучшей стороны, когда ситуация подошла к кризисному моменту. В некоторой степени это произошло благодаря личным качествам тех, кто в этом участвовал. События могли бы принять другой оборот, если бы не Волкер (Volcker), который руководил Федеральным Резервом. Он проявил огром-

* Впоследствии одна из крупных ипотечных страховых компаний — компания Трикор — вышла из бизнеса, но рынок ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, не пострадал. — *Прим. авт.*

ное желание преодолеть трудную ситуацию и выступил с новаторскими решениями, что довольно необычно для бюрократа. Но существует также и институциональная причина. Федеральные резервные банки — центральные банки — имеют полномочия действовать в качестве кредитора последней инстанции. В случае чрезвычайной ситуации они имеют несравненно больше властных функций, чем при обычном ходе событий. Они прекрасно подготовлены к тому, чтобы справиться с кризисом, и оказываются совершенно некомпетентны, когда дело касается решения проблем. Для того, чтобы были приняты какие-либо долгосрочные решения, необходимо подключить весь механизм администрации и Конгресса. Это значит, что необходимые реформы редко принимаются вовремя.

Банковский кризис 1984 г. оставил нас с неразрешенной дилеммой. Существует основной дисбаланс между дерегулированием деятельности институтов, принимающих депозиты, и гарантиями вкладчиков от убытков. Гарантии позволяют финансовым институтам легко привлекать дополнительные депозиты, а дерегулирование их деятельности дает им широкий простор в использовании этих депозитов. Комбинация этих двух факторов есть приглашение к неограниченному росту кредитования. Эта проблема была внутренне присуща системе Федерального страхования депозитов, начиная с момента ее создания. Но в тот момент, когда была создана FDIC*, деятельность банков жестко регулировалась. Дисбаланс между риском и компенсацией стал более очевидным по мере того, как тренд к дерегулированию набирал силу. Он достиг критической точки во время кризиса 1984 г.

Федеральному Резерву пришлось расширить свою роль в качестве кредитора последней инстанции и гарантировать от убытков всех вкладчиков, независимо от размера их депозитов**. Это устранило последние остатки той дисциплины, которую вкладчики, казалось бы, накладывали на деятельность банков. При отсутствии такой дисциплины лишь регулирующие органы способны удерживать финансовые институты от вложений в необеспеченные займы.

* Federal Deposit Insurance Corporation — Федеральная Корпорация Страхования Депозитов, создана в 1933 г. — *Прим. ред.*

** Ранее гарантировались только депозиты, не превышающие 100 тыс. долл. — *Прим. ред.*

Можно возразить, что акционеры сохранили свое ограничивающее влияние, поскольку они по-прежнему рискуют. Но эти ограничения не очень эффективны, поскольку банк может покрывать свои убытки, предоставляя еще большие займы. К тому моменту, когда убытки нельзя будет больше скрывать, потери составят сумму, намного превышающую акционерный капитал. Таким образом, риск потери акционерного и заемного капитала недостаточен для того, чтобы гарантировать надежность предоставляемых займов.

На практике регулирующие органы стали вести гораздо более жесткую политику после 1984 г. Тем не менее склонность к дерегулированию в общественных и политических кругах сильна как никогда. Географические и функциональные ограничения, наложенные в период Великой депрессии, снимаются. С теоретической точки зрения, не должно возникнуть противоречий между дерегулированием и более строгим контролем, но на практике эти противоречия существуют. Как мы уже видели, регулирующие органы допускают ошибки, чем более разнообразен и изменчив бизнес, тем менее вероятно, что за ним будет осуществляться надлежащий контроль. На первый взгляд, существует много причин, по которым необходимо сохранять весь бизнес, связанный с приемом депозитов, как можно более простым. С другой стороны, простой, жестко регламентированный бизнес, как правило, порождает законный, консервативный менеджмент. Сухой остаток — необходимость выбора между стабильностью и инновациями. Отсутствие одного из этих ингредиентов сразу вызывает ощутимый негативный эффект. В итоге предпочтения, как правило, колеблются от одной крайней точки к другой. В настоящее время мы все еще увлечены возможностями, которые открываются благодаря снятию устаревших ограничений, но требования стабильности уже оказывают все усиливающееся давление.

Есть еще одна горячая проблема, которая уже приближается к точке кипения. Она связана с отношением к неплатежеспособным финансовым институтам. Традиционно власти предпочитают вариант приобретения обанкротившихся организаций более крупными и стабильными. Такие насильственные слияния являлись обычно легким выходом в тот период, когда эта область жестко регулировалась. Банкротств было немного, и случались они редко, а организации, совершающие такие приобретения, в финансовом плане занимали сильные позиции. Потерпевший крах банк обладал особыми ценными правами, и эту франшизу можно

было продать с аукциона тому, кто предложит наибольшую цену, не подывая при этом структуры всей отрасли. Но с развитием процесса увеличения объемов кредитования и с ослаблением регулирования процедура "присоединения" обанкротившихся компаний стала и более частой, и менее удовлетворительной. Ценность франшизы уменьшалась, а приобретающие институты были в меньшей степени способны выдерживать ослабление своих финансовых позиций. Более сконцентрированная отрасль представляется более сильной. Например, клиринговые банки Великобритании ни когда не имели трудностей в привлечении депозитов, хотя Милланд Банк, например, был в гораздо худшей форме, чем любой из выживших американских банков. Но увеличивающаяся концентрация увеличивает и опасность катастрофических убытков. Что случилось бы в Великобритании, если бы клиринговые банки были не в состоянии собрать выплаты по займам, предоставленным менее развитым странам? Но ближе к дому. В США Банк оф Америка получил рекомендации приобрести Первый Сметский Банк, однако кто сможет в случае необходимости приобрести Банк оф Америка? Мы уже сталкивались с таким случаем, когда не нашлось желающих приобрести Банк Континентал Иллинойс. Вероятно, мы подошли к той точке, когда не которые наши крупнейшие банки могут стать общественной собственностью. Это уже случилось в других странах.

Но нигде идея слияния разорившихся компаний не была столь плохо задумана, как в ссудо-сберегательной отрасли. Как мы уже видели, большинство таких предприятий оказалось неплатежеспособными с 1980 по 1982 г., в период рекордно высоких процентных ставок. Власти разработали прекрасную схему продажи разорившихся компаний склонным рисковать предпринимателям, которые были рады получить привилегии привлекать депозиты, выпущенные федеральными органами. Мы уже видели, как предприниматели типа Чарльза В. Кнаппа из Американской финансовой корпорации воспользовались такой привилегией. Теперь, когда регулирующие органы сделали бесконтрольное расширение не-

* К моему великому изумлению, сейчас, в декабре 1986 г., Банк Ферст Интерстейт выражает непосредственную заинтересованность в покупке Банк оф Америка. Кэмпбелл Банк приобретает Техасский Коммерческий Банк, а РинабликБанк желает приобрести контрольный пакет акций одного из слабейших банков Техаса, Банка Интерферст, с тем, чтобы не дать конкурентам из других штатов возможность занять их место на рынке в этом штате. — *Прим. авт.*

возможным, начинают проявляться многие несоответствия. Только падение процентных ставок спасло нас от лавины случаев неплатежеспособности.

9. "Олигополяризация" Америки*

В пределах Рейтановского Имперского Крута разворачивается теперь еще один важный рефлексивный процесс: вся корпоративная структура Соединенных Штатов меняет свою конфигурацию вследствие слияний, приобретений, продаж активов и выкупов контрольных пакетов акций с использованием ссуд. Этот процесс был ярко выраженным — качество, обычно ассоциируемое с рефлексивными процессами — и достиг пропорций, которые придают ему историческую значимость. Корни его возникли задолго до Имперского Крута, но именно после 1982 г. он набрал значительную силу. Процесс изменения корпоративной структуры явно связан с Имперским Крутом, но отношения между ними до сих пор были односторонними: в контексте существующих экономических и политических условий имело место изменение корпоративной структуры, но оно не оказывало существенного воздействия на Имперский Крут. Процесс, который неформально можно было бы назвать манией слияния компаний, таким образом, лучше всего рассматривать как побочный эффект, а не как существенный ингридиент Имперского Крута.

По своему воздействию на корпоративную структуру Соединенных Штатов маниа слияния уже превзошла бум конгломератов. Конгломераты возникали как относительно небольшие компании, которые выросли благодаря сделанным приобретениям; маниа слияния компаний затронула крупнейшие объекты корпоративной Америки. В этих двух процессах много сходных черт, но различия между ними более заметны. Если бум конгломератов представляет собой простейший случай изначально самоусиливающегося, а в итоге самоуничтожающегося процесса, маниа слияния является, вероятно, процессом наиболее сложным. Конгломераты вызвали к жизни парадигму типа подъем-спад; маниа слияния компаний являет собой пример рефлексивного процесса, в

* Эта глава сохранена в том виде, в каком она была написана в июне 1985 г., лишь короткий постскриптум был добавлен в декабре 1986 г. — *Прим. авт.*

котором самоусиление и самоуничтожение происходят не последовательно, а одновременно.

Я не буду пытаться представить описательную историю мании слияния. Я буду попросту считать, что читатель более или менее знаком с обособленными корпоративными событиями, имевшими место в течение нескольких последних лет. Мое собственное знакомство с манией слияния немногим глубже, чем у любого хорошо информированного гражданина, поскольку в профессиональном плане я в этом процессе не участвовал.

С тех пор как был организован фондовый рынок, различные корпоративные события происходили постоянно. Как только рыночная стоимость акций оказывалась большей, чем стоимость компании как частного владения, наступало корпоративное событие в форме продажи акций; как только рыночная стоимость оказывалась более низкой, следовала покупка акций. Покупателем могла быть сама компания, ее менеджмент, какая-либо внешняя группа или же иная компания, у которой были причины для высокой оценки этих акций.

Бум конгломератов сопровождался комбинированными покупками и продажами акций. Конгломераты продавали свои собственные акции по завышенным ценам и покупали акции других компаний. Они могли заплатить более высокую, чем рыночная, цену за акции других компаний, поскольку приобретение позволяли им поддерживать завышенную оценку своих собственных акций. Таким образом, бум конгломератов представлял, по существу, феномен валутой оценки малообеспеченных ценных бумаг, используемых как средство обмена.

В современном процессе изменения корпоративной структуры, напротив, в качестве средства обмена выступают деньги. Земельные денежные средства могут быть привлечены множеством разных способов, но конечный результат один и тот же: акции покупаются за деньги. Иногда слияния компаний происходят путем обмена пакетами акций, но не они характерны для этого тренда. Происходит также множество иных операций, например передача активов и действующих подразделений, при которых покупки или продажи акций не происходят вообще; тем не менее, событием, характерным для современного процесса и позволяющим считать его рефлексивным, является покупка акций за деньги. Таким образом, мания слияния компаний обусловлена заниженной оценкой акций: компания в целом должна стоить намного больше, чем рыночная капитализация ее акций.

Занижение оценок начало образовываться после второго нефтяного шока, когда были предприняты координированные усилия, чтобы взять под контроль инфляцию, посредством жесткой монетаристской политики. Оно получило дополнительные стимулы после того, как президентом стал Рейган и начал складываться Имперский Крут.

Мы можем различить три фактора относительно заниженной оценки акций: политический, экономический и налоговый. Первые два фактора определены связаны с Рейгановским Имперским Крутом; третий обусловлен особенностями нашей налоговой системы. Я подчеркиваю это, поскольку это обстоятельство вносит тот элемент искажения, который представляется важной составляющей рефлексивного процесса.

Поскольку расходы по выплате процентов не облагаются налогом, выгодно приобретать компании, владеющие земельными дежными средствами, так как это позволяет экономить на налоговых выплатах. Это один из основных стимулов к покупке контрольных пакетов акций с использованием ссуд. Имеется также множество других, более сложных, преимуществ, связанных с налоговообложением, но здесь не стоит детально их рассматривать*.

Акции традиционно оценивались с помощью отношения рыночной цены акции к чистой прибыли на акцию**. Когда процентные ставки высоки, это отношение, как правило, снижается. Но прибыль по акциям составляет только часть потока наличности до вычета налогов, часто лишь малую его часть. И все же именно по потоку денежной наличности является основным критерием при определении стоимости предприятия во время решения вопроса о его покупке. Таким образом, традиционный метод оценки акций при помощи создать условия для приобретения предприятий, особенно в такие периоды, как Имперский Крут, когда доход по акциям занижен, а процентные ставки относительно высоки.

* Некоторые из них, как например, так называемая Общая Утилитная доктрина, которая позволяла покупающей компании завышать стоимость активов и амортизировать их исходя из более высокой начальной оценки, были отменены в Законе о налоговой реформе 1986 г. Положения о том, что расходы по выплате процентов не облагаются налогом, не изменилось, но ставка корпоративного налога была понижена с 48% до 34%, что уменьшило налоговую эффективность использования заемных денег. — *Прим. авт.*

** *Англ. multiple of earnings; см. сноску на стр. 67. — Прим. ред.*

Давайте рассмотрим прибыльную, но зрелую компанию с наибольшими возможностями роста, так называемую "денежную козову" (cash cow). Если она приобретает с использованием займов, процент по займам может выплачиваться из доходов компании до вычитания налогов. В той степени, в которой рыночная ставка дисконта на доход до вычитания налога превышает выплачиваемые процентные ставки, в пределах разницы может быть получена прибыль, пополняющая поток свободной денежной наличности, которая может быть использована для выплаты займа. В конце концов покупатель получает компанию, свободную от задолженностей. При приближении этого момента он мог бы, теоретически, организовать открытую продажу акций, получив прирост капитала. Он может затем вернуться назад и вновь выкупить акции из открытой продажи и начать процесс сначала. На практике некоторые из ранних компаний, приобретенных с использованием займа, после быстрой выплаты задолженностей вновь выпустили акции. Мне неизвестны случаи, когда компании, повторно выпустившие в продажу свои акции, вновь становились бы частными, но я знаю несколько случаев, когда компании, которые были ранее выкуплены с привлечением займа, были вновь выкуплены тем же способом в процессе проведения частных операций.

Можно видеть, что налоговая система сделала "денежных козов" особенно удобным объектом для выкупа с использованием займа, в то время как одним из непредвиденных последствий Имперского Круга стало превращение компаний в "денежных козов". Механизм, с помощью которого был достигнут этот эффект, заключается в высоких реальных процентных ставках и завышенных котировках валюты. Высокие реальные процентные ставки делают финансовые активы более привлекательными, а физические инвестиции менее выгодными; таким образом, они дают стимул к тому, чтобы не вкладывать денежные средства в расширение предприятий, а использовать их в качестве финансовых активов, покупая акции или приобретая новые компании. Завышенные котировки валюты, как правило, делают промышленную деятельность менее прибыльной: экспортный рынок сокращается, а внутренние рынки попадают под ценовое давление со стороны импортных товаров.

Комбинация высоких реальных процентных ставок и завышенных котировок валюты оказалась продуктивной средой. Производители товаров для рынка были поставлены в жесткие условия; часто само их существование находилось под вопросом. Они от-

регистрировали, начав консолидироваться: сокращая неприбыльные отделы, прекращая деятельность в тех сферах, где их позиции на рынке были слабыми, и концентрируясь в тех областях, где стоило отстаивать свои интересы. Традиционные отношения были нарушены; часто происходили перестановки в управленческом персонале. Дни, когда корпорации стремились расти ради самого роста, миновали; движение свободных денег и объем прибыли получили то незначительное значение, которое до этого придавалось им только в учебниках. Отношение менеджеров к предприятиям стало более похожим на отношение менеджеров инвестиционных фондов к портфелю их вложений. Это создало подходящую атмосферу для изменения корпоративной структуры.

Каждое приобретение компании имеет тенденцию сокращать разрыв между рыночными ценами и ценностью предприятия для покупателя. Это подводит нас к наиболее любопытной черте данного процесса. Можно было бы ожидать, что приобретение акций за денежные средства сократит степень недооценки акций до того уровня, когда приобретения более не приносят прибыли и движение в этом направлении прекращается. Почему же этот разрыв не был закрыт? Чтобы ответить на этот вопрос, следует принять во внимание политический фактор. Рейгановская администрация верит в магическую силу рынка. Это нашло свое отражение прежде всего в дерегулировании регулированных ранее отраслей. Но это также пронизывает и все отношение государства к корпоративной деятельности в целом.

Формально реформа антимонопольного законодательства проведена не была, но имел место радикальный пересмотр того, что именно следует считать нарушением антимонопольного законодательства. Доля рынка, принадлежащая компании, рассматривалась теперь не в статическом, а в динамическом контексте. Поощрить конкуренцию требовалось не только в пределах одной отрасли, поскольку компании могли конкурировать между собой и за пределами отраслевых границ. Бутылки конкурируют с алюминевыми банками, пластик — со стеклом, алюминий со сталью. Технологические новшества открыли новые пути для конкуренции, не существовавшие ранее. Лучшим примером являющаяся услуга дальней телефонной связи: то, что считалось естественной монополией, стало высококонкурентным рынком. Более того, американский рынок более не рассматривается в изоляции: международная конкуренция защищает интересы потребителей, особенно в моменты, когда доллар занимает такие сильные позиции. Национальные интересы требуют консолидации американских

производителей в менее многочисленные и более сильные компании. Вопрос о том, будут ли эти соображения верны в будущем в той же степени, в какой они верны сейчас, остается открытым; но если это так, то крупномасштабные комбинации не встретят со стороны политиков тех препятствий, которые возникли бы на их пути при предыдущих административных. Я назвал этот процесс "олигополизацией" Америки.

При администрации Картера любое крупное приобретение, как, например, покупка фирмы Юта Интернейшнел компанией Джералд Электрик, вызвало антимонопольное расследование, которое замедляло ход подобной сделки, если вообще не прерывало ее. Считалось, во-первых, что компания, размер которой превышает определенный уровень, immune по отношению к любым нападениям, а во-вторых, что такие компании не способны проинвестировать значительные изменения в своей структуре. Они были, как бы застывшими живыми картинками, а их управленческий персонал был надежно укрыт и ограничивался уже существующими областями деятельности. Поскольку эта точка зрения редко ставилась под сомнение, она не требовала доказательств, а существовала в виде предположения. Это предположение находило свое выражение в оценках акций. Менее крупные компании считались более подверженными структурным изменениям, и вследствие этого котировки их акций были выше. В период с 1974 по 1979 г. акции небольших компаний опередили акции крупных и настал час инвесторов, специализировавшихся на акциях с малой капитализацией. Корпоративная деятельность, например выкуп контрольных пакетов акций с использованием займа, практически сосредоточилась именно в этом секторе.

После 1980 г. начался постепенный, но заметный спад. Объемы сделок увеличились, а области, которые еще недавно считались иммунными, подвергались нападению. Например, несколько лет назад компаниям, терпевшим трудности, в качестве одного из средств защиты приобретали радио- или телевизионные станции; сейчас эта область пользуется большим спросом. ABC и RCA (которые владеет NBC) были выкуплены на основе договореннос-

* Олигополия — положение в той или иной отрасли или в экономике в целом, когда рынок контролируется лишь небольшим числом производителей. Поскольку каждый из них должен учитывать действия других при установлении своих объемов производства и цен, олигополия имеет тенденцию к ограничению конкуренции и установлению более высоких цен. — *Прим. ред.*

тей, а CBS после того, как подверглась нападению, получила нового владельца контрольного пакета.

По мере того как этот тренд, сначала не осознанный, распространялся от одной отрасли к другой, он заставлял воображением инвесторов, и теперь он полностью отражен в котировках акций. Начиная с 1980 г., основная деятельность в этой области вновь сконцентрировалась вокруг крупных капитализаций, и магия слияния компаний, без сомнения, сыграла свою роль в этом процессе. По мере развития этого процесса будет достигнут момент, когда ожидания превысят реальность и котировки акций компаний — кандидатов на приобретение не позволят заключать дальнейшие сделки. Разница между котировками до заключения сделок и реально выплаченными суммами уже снизилась, но темпы заключения сделок еще не упали. Магия слияния породила свой собственный импульс, и, несомненно, некоторые сделки будут заключены по неразумным ценам, прежде чем процесс исчерпает себя.

Расширявая манию слияния аналитически, мы можем классифицировать рефлективное взаимодействие как преимущественно самоуничижающееся или самокорректирующееся. Если здесь существует самоуничижающееся взаимодействие, оно скорее горизонтально, чем вертикально: оно увеличивает число и расширяет размеры компаний, вовлеченных в этот процесс, вместо того, чтобы поднимать котировки акций на высоту, которую невозможно сохранить. Здесь относительно небольшая вертикальная, т.е. ценовая составляющая. Покупатели, сделавшие удачное приобретение, такие, как корпорация GAF, достигают более высокой цены своих акций, и в случае успешного проведения рекапитализации могут поглотить еще одну компанию. Если этот процесс продолжается достаточно долго, выявляются фавориты, акции которых оцениваются с высокой надбавкой, что позволяет им с большей легкостью оправдывать ожидания. Компания Меса Петролеум как раз была на пути к тому, чтобы стать таким фаворитом, когда дорогу ей преградила компания Унокал. С другой стороны, полный круг прошла компания Эсмарк, которая сначала приобретала другие компании, а затем была приобретена сама.

Самоуничижающееся взаимодействие вызывается прежде всего снятием негативного предположения. То, что было проделано с одной компанией, может быть проделано и с другой, и, воодушевленные успехом, люди пытаются сделать то, что раньше даже не считалось возможным. В итоге допустимые пределы, как правило, превышаются. Чтобы лучше понять ситуацию, нам необхо-

лимо поближе рассмотреть игроков. Прежде всего, это отделы компаний, ответственные за приобретение и присоединение, которые разрабатывают технологичные корпоративные сделки; затем это юристы, которым просто снятся новые попытки атак и обороны; сами покупатели; поставщики кредита; арбитражные торговцы, которые владеют акциями до периода заключения сделок и во время него, а часто становятся и активными участниками сделок; наконец, существуют также регулирующие органы, которые по идее должны контролировать ход процесса. Все участники, за исключением регулирующих органов, должны значительно выигрывать в случае удачного заключения сделки.

Чрезмерные прибыли часто приводят к другим крайностям, особенно когда дело касается кредита. Нет, наверное, необходимо перечислить их все. Каждая сделка — высокодраматичное событие, а основу каждой драмы составляют человеческие слабости. Рассказ о каком-либо конкретном случае включал бы в себя описание многих ошибок, преувеличений, злоупотреблений, а также различных отчаянных маневров и теневых изобретений. Мания слияния в этом отношении не отличается от любой другой деятельности, которая осыпает людей прибылью. Существует обшая предположенная закономерность: отрезвляющий эффект, пока некоторые ошибки не произведут отрезвляющий эффект. Когда задетованы большие объемы кредитных средств, ошибки могут начать расти как снежный ком. Мы уже сталкивались, по крайней мере, с одним таким случаем, когда крупный арбитражный торговец Иван Броски вынужден был ликвидировать свои ставки, что заставило других сделать то же самое. Существовала также большая озабоченность по поводу накопления долговых обязательств при выкупе контрольных пакетов с использованием займов. До недавнего времени большая часть кредитов поступала из банков. Как мы видели, они пытались за счет расширения объемов операций преодолеть трудности, порожденные международным долговым кризисом, а выкуп контрольных пакетов с использованием займов создал для них широкий рынок. Но регулирующие органы начали побуждать банки к прекращению предоставления займов для выкупа контрольных пакетов еще до одновременного кризиса банка Континентал Иллинойс и Американской финансовой корпорации. В определенный период казалось, что финансирование иссякает, и темпы корпоративной деятельности замедлились. Это было во второй половине 1984 г., как раз после того, как некоторые крупные нефтяные компании были буквально проглочены; приближались выборы, и дальней-

шие поглощения представлялись политически нежелательными. Мания слияния возобновилась с новой силой после выборов, но основной источник финансирования переместился от банков к "бросовым облигациям". Этот сдвиг был, вероятно, продиктован необходимостью. Компания Унокал подала в суд на банк Секьюрити Пасифик за предоставление кредита ее корпоративному врагу. Но в техническом плане это оказалось даже улучшением. Бросовые облигации были более гибкими и более доступными; они также предлагали некоторые нестандартные возможности, которые могли быть использованы для снижения налогов. Дрексел Бернхам (Drexel Burnham), основная сила в финансировании с использованием бросовых облигаций, может предоставить практически неограниченные средства в кратчайший срок.

Приведет ли это к печальному концу? Предсказать невозможно. Как мы уже видели, основная рефлексивная связь является самокорректирующейся. Модель подъем-спад, которую мы разработали для конгломератов, здесь неприменима. Весьма вероятно, что процесс просто погаснет после того, как сторит все, что может тореть. Но возможность катастрофы также не исключается. Основным итогом является накопление значительных задолженностей у реструктурированных компаний. Многие сценарии развития событий могут привести к ситуации, когда обслуживание задолженностей окажется трудным. Если Имперский Круг начнет развиваться в обратном направлении, доллар упадет, в то время как экономика вступит в период спада. Процентные ставки могут подняться, и компании, расширенные с использованием значительных займов, столкнутся с наихудшей возможной ситуацией. В более близком будущем резкое падение цен на нефть могло бы поставить под удар поток денежного оборота нефтяных компаний, имеющих значительные задолженности, как например Филлипс Петролеум. Один значительный срыв платежей может разорвать магический круг держателей бросовых облигаций.

До сих пор мания слияния не оказала заметного влияния на судьбу Имперского Круга. Она, вероятно, сократила деятельность по физическим инвестициям в США и переориентировала управлений персонал на краткосрочные проекты, но до сих пор объем инвестиций оставался на удивление значительным. Мания слияния компаний, вероятно, внесла свой вклад в рост спроса на кредиты и побудила банки провозвести займы за рубежом с тем, чтобы предоставлять судам внутри страны; но когда роль банков уменьшилась, приток средств из-за рубежа продолжался. Если здесь существует рефлексивная связь, она слишком слаба, чтобы ее

можно было легко выделить: она связана с общей привлекательностью Соединенных Штатов для иностранного капитала в настоящее время.

Начинает проявляться другая, более зловещая связь. Большая часть кредитования направлена на приобретение компаний; кредиты затем выплачиваются путем реализации активов, которые служили залогом. Оба эти вида деятельности — непroudктивное использование кредита и продажа залоговых активов — усиливают преобладающие дефляционные тренды. Манипляции компаний может, таким образом, ускорить разрыв Имперского Круга.

Предположим, что процесс не завершится катастрофой. Каков же будет общий эффект? Мы находим всего понемногу. В отличие от бума конгломератов, где большая часть деятельности отращивалась фондовым рынком, многие изменения коснутся реального мира. Ввесив все факторы, можно сказать, что прибыльность компаний увеличится, активы вновь будут задействованы, а валютный управленческий персонал оживится. Отрасли станут более олигополярными. Пока Имперский Круг силен, эти изменения желательны и, вероятно, необходимы для выживания многих промышленных отраслей. Если конкуренция со стороны импортируемых товаров снизится, изменения могут оказаться прямо противоположными тем, какие были бы приемлемы в новых условиях*. Читая манию слияния процессом приспособления, мы сталкиваемся с проблемой, внутренне присущей миру рефлексивных взаимодействий: приспособления к чему? Это похоже на стрельбу по мишеням, когда сам акт стрельбы заставляет мишень двигаться.

Даже если считать изменение корпоративной структуры процессом приспособления, ему не мешало бы несколько замедлить свой ход. Если бы темп был более медленным, заключалось бы меньше количество сделок, поскольку ставка дохода была бы менее выгодной. Это было бы несомненным улучшением, поскольку сейчас существует тенденция заключать большее количество сделок, чем то, которое оправдывается долгосрочными экономическими соображениями. Ответственность за это несет в основном налоговое законодательство, но участники, играющие чужими деньгами, также должны принять на себя часть ответственности.

* Р.С. Февраль 1987: Фондовый рынок начал отражать избыточные прибыли, ожидаемые в результате "олигополяризации" Америки, после прекращения ценовой конкуренции со стороны зарубежной продукции. — *Прим. авт.*

ти. В Англии существует комитет по поглощению компаний, который оценивает правила этой игры; подобный орган принес бы пользу и нам.

На теоретическом уровне этот анализ показывает, что модель подьем-спад не может быть напрямую приложена ко всем рефлексивным процессам. Помни об этом уроке, мы должны сейчас рассмотреть следующий вопрос: каков будет итоговый результат Имперского Круга?

Р.С. Декабрь 1986 г.

Случилось так, что маниа слияния пережила Имперский Круг. Бросовые облигации испытали несколько тяжелых моментов, когда цены на нефть упали ниже 10 долл. и корпорация ЭлТиВи приостановила платежи, но рынок смог оправиться от удара. Владельцам как акционерного капитала, так и бросовых облигаций предпринятых, выкупленных с помощью займов, сильно помог спад процентных ставок, хотя бросовые облигации отставали от высококотирующихся. Акт о налоговой реформе 1986 г. оказал тормозящий эффект на все ускорявшийся темп заключения сделок еще до своего вступления в силу 1 января 1987 г.

Затем имела место афера Ивана Боееки, и сообщество арбитражных торговцев было потрясено до основания. Этот скандал еще не известен полностью, но размах его легко себе представить. Расследование уже парализовало деятельность многих основных игроков и может изменить все правила игры. Вообще говоря, спекулятивные злоупотребления, порожденные манией слияния, будут устранены; но останется продолжающееся реструктурирование американских корпораций. Чистый приток денег в бросовые облигации будет повернут в обратном направлении; и объем займов, привлекаемых при выкупе контрольных пакетов, будет значительно сокращен. Что наиболее важно, рефинансирование сделок, после того как они оказываются неприбыльными, станет намного более трудным, и бросовость бросовых облигаций станет более очевидной.

Короче, афера Ивана Боески является собой не конец корпоративного реструктурирования, а четко определенную и высокодраматичную поворотную точку в рефлексивном процессе мании слияния компаний. Как и в других подобных случаях, после поворотного момента должно пройти некоторое время, прежде чем выявятся потери. В процессе развития мании слияния еще пойдутся своя ЕРІС (компания ЕРІС была филиалом Мериллендского Общественного Сберегательного Банка, вызвавшим его банкротство.)

ЧАСТЬ ТРЕТЬЯ

ЭКСПЕРИМЕНТ В РЕАЛЬНОМ ВРЕМЕНИ

10. Точка отсчета: август 1985 г.

Мы рассмотрим историю Имперского Крута в период до и после выборов 1984 г. До этого времени Имперский Крут функционировал безукоризненно и американская экономика, так же как и американский доллар, продолжала расти. Руководители центральных банков мира прекрасно осознавали, что ситуация не имела под собой оснований и была предельно неустойчивой. В начале 1984 г. имел место случай, когда они пытались воздействовать на доллар путем призывов и рекомендаций*, но эта попытка провалилась, и доллар поднялся выше, чем когда-либо, а экономика оставалась настолько сильной, что преодолела даже некоторое повышение процентных ставок. Иностранцы держали активы, деноминированных в долларах, активно заглаживали доллары, так же, как и те, кто экспортировал свою продукцию в США. Удивительно, но американская промышленность осталась в пределах страны и даже перед лицом давления со стороны импортируемых товаров сопротивлялась переводу производства за рубеж и пыталась остаться конкурентоспособной с помощью вложений в высокие технологии. Критическая точка была достигнута примерно в последнем квартале 1984 г. Темп развития экономики начал слабеть, а процентные ставки медленно поплыли вниз, но доллар после небольшого нырка продолжал расти. Общее мнение связывало силу доллара с силой экономики и с дифференциалом процентных ставок. Когда доллар отказался ослабить свои позиции, последние борцы с основным трендом сдали свои позиции и обменный курс, пробив потолок, влетел вверх. Именно эта соломинка и сломала спину верблюда: американская промышленность всерьез начала переходить на импортные изделия и производство за рубежом. Сильный доллар в итоге стал проблемой для Америки.

Общий ход американской экономической политики после выборов значительно изменился. Секретарь Казначейства Дональд

* *Angl. talk down, talk the market down, talk the dollar down и т.п. — дословно "уговорить" рынок, доллар и т.п. — Прим. ред.*

Риган и советник президента Джеймс Бейкер поменялись местами. До этого Федеральный Резерв и Казначейство часто болтались сейчас между ними было достигнуто взаимопонимание. Замещение Имперского Крута стало очевидной целью. Его следовало достичь путем сокращения бюджетного дефицита и ослабления денежно-кредитной политики. Основных торговых партнеров США побуждали сменить свою политику в противоположном направлении, начав финансово-бюджетное стимулирование, но продолжая поддерживать высокие процентные ставки. Надеялись, что под этим влиянием доллар в конце концов несколько упадет. Секретарь Казначейства Бейкер зашел настолько далеко, что выразил готовность обсудить реформу системы обменных курсов еще до экономического саммита в Бонне в мае 1985 г., но ему это не удалось. Ему не удалось также добиться успеха в своих попытках получить контроль над процессом сокращения бюджета в Конгрессе: тем не менее, администрация явно намерена согласиться с любой формой сокращения бюджета, предложенной Конгрессом.

Доллар отреагировал очень резко, упав приблизительно на 15% по отношению к немецкой марке. Затем он стабилизировался примерно на три месяца и недавно опять начал падение. Приспособление до сих пор, вероятнее всего, не принесло значительного облегчения промышленности. Экономика сейчас разделена на два сегмента: сектор производства товаров находится в упадке, причем сектор производства средств производства особенно слаб, в то время как сектор услуг и оборонный сектор все еще сильны. Процентные ставки значительно упали и это стимулирует экономику; но пока доллар остается вблизи своего нынешнего уровня, большая часть стимулирующего эффекта уйдет за пределы страны вследствие увеличения импорта. Более важным является то, что давление на прибыль в области производства товаров, скорее всего, не уменьшится.

Какова же перспектива? Мы можем обрисовать два сценария. В первом доллар падает, скажем, на 20—25%, что принесет облегчение сектору производства товаров. Вероятно, что инфляция несколько снизится, хотя рост импортных цен на товары может быть компенсирован падением цен на нефть. Но экономика возрождается, что ставит доллар на прочную основу. Это сценарий так называемой мягкой посадки*. Его перспективы сейчас

* *Soft landing* — главное снижение курса валюты до экономически обоснованного уровня. — *Прим. ред.*

более вероятны, чем когда-либо после начала Имперского Крута, поскольку власти наконец осознали необходимость взятия этого самоуспокоивающегося процесса под контроль и сотрудничества для достижения этой цели. Предполагается, что даже более сильные колебания в обменных курсах будут считаться по мере того, как незаметно и незамеченно, как всегда — мы будем продвигаться от системы свободно плавающих курсов к системе управляемых плавающих курсов*.

Другая возможность состоит в том, что доллар откажется падать, а когда, наконец, упадет, сделает это стремительно. Сначала иностранные экспортеры абсорбируют небольшое возникшее падение и не поднимают цен на свои товары перед лицом слабеего рынка. Сектор производства товаров будет по-прежнему находиться под давлением и угроза ослабления распространится на другие секторы экономики. Федеральный Резерв, полный решимости не допустить сокращения экономики в депрессию и опасаясь мрачных последствий, которые это будет иметь для банковской системы, продолжает накачивать экономику деньгами, но большая часть стимулирующего эффекта продолжает утекать в форме импортных товаров. В конце концов достигается критическая точка, когда иностранцы теряют желание держать доллары, долгосрочные процентные ставки поднимаются на фоне роста денежной массы, доллар стремительно падает и инфляционные перспективы еще более ухудшаются, в то время как экономика вступает в стадию полномасштабной депрессии.

Это можно назвать сценарием катастрофы, поскольку депрессия подвергла бы чрезмерно хрупкую финансовую структуру испытанию, которого та, скорее всего, не выдержит, не понесет серьезного ущерба. Страны с большой задоженностью едва успели вступить в третью фазу своего процесса приспособления. Ослабление спроса на экспортные товары ими товары может вернуть их вновь во вторую фазу и вероятно, что этот откат они уже не смогут перенести. Внутри страны процесс приспособления продвинулся еще меньше. Депрессия сократила бы способность заемщиков потерять доход, она также понизила бы перепродажную стоимость активов, которые служат в качестве залога. По мере того как банки пытались бы ликвидировать сконфискованную в качестве

* *Managed floating*: употребляется также термин *dirty floating* — грязный плавающий курс; это система валютных курсов, в которой власти (центральные банки) регулируют рыночный спрос и предложение валют для стабилизации курсов и изменения направления их движения. — *Прим. ред.*

ве залога ответственность, они положили бы начало самоуспокаивающему процессу: остальные заемщики также были бы сброшены в пропасть. Процесс этот уже начался в области нефтяных участников и в фермерском деле; в случае депрессии он распространится и на другие секторы экономики.

Вот в какой ситуации мы сейчас находимся (август 1985 г.). Как участник рыночного процесса я должен принять некоторые решения на основе своих прогнозов о вероятном ходе событий. Теория рефлексивности в том виде, в каком она была разработана до сих пор, не позволяет делать четких прогнозов, но она будет полезна для формулировки моих взглядов. Я и ранее использовал ее в этом качестве, и я намереваюсь поступить так и сейчас.

Я предлагаю эксперимент. Я буду записывать взгляды, которыми я руководствуюсь в своих инвестиционных решениях в настоящее время, и буду пересматривать их (в реальном времени) в процессе подготовки этой книги. Я должен буду превратить эксперимент в тот момент, когда книга пойдет в печать и читатель сможет оценить результаты. Это станет практическим испытанием ценности моего подхода, если он, конечно, имеет таковую. Это позволит также заглянуть в процесс принятия решений одним из участников рыночного процесса.

Здесь необходимо некоторое пояснение, касающееся инвестиционного фонда, которым я руководжу*. Квантум Фонд — это уникальный инструмент: он привлекает заемные средства; он действует на многих рынках; и, что более важно, я руководжу им, как если бы это были мои собственные деньги — что во многом верно. Многие фонды обладают одним из этих признаков, но мне не знаком ни один, в котором сочетались бы они все.

Лучший способ понять роль привлечения заемных средств состоит в том, чтобы рассматривать обычный инвестиционный портфель как нечто плоское и пустое, как это и предполагает его название. Привлечение заемных средств добавляет треть измерений: кредит. То, что держалось вместе очень свободно и было лишь плоским портфелем, становится крепко спаянной конструкцией в трех измерениях, в которой фундамент акционерного капитала должен поддерживать используемый кредит.

Фонды, привлекающие займы, обычно используют заемный капитал так же, как и основной, но в случае с Квантум Фондом это не так. Мы действуем на многих рынках и мы, как правило, вкладываем свой основной капитал в акции, а заемные средства

* Написано в январе 1987 г. — *Прим. авт.*

используем для операций на товарно-сырьевом рынке. Операции на товарно-сырьевом рынке в этом контексте включают и фьючерсы на базе фондовых индексов, а также облигации и валюту. Акции в общем намного менее ликвидны, чем товарно-сырьевая продукция. Вкладывая суммы меньше, чем суммарный объем нашего основного капитала, в относительно неликвидные акции, мы избегаем опасности катастрофического коллапса в случае необходимости внесения дополнительных гарантийных депозитов* под приобретенные акции.

Управляя Фондом, я четко различаю макроэкономические и микроэкономические инвестиционные концепции. Первые обычно диктуют степень возможного риска при операциях на различных товарно-сырьевых рынках, включая и фондовый рынок, в то время как вторые отражаются в нашем выборе акций. Таким образом, выделение конкретными акциями имеет как макро-, так и микроэкономический аспект, в том смысле, что оно влияет на общий объем риска Квантум Фонда при операциях на фондовом рынке и, если речь идет об иностранных акциях, оно влияет также и на риск Квантум Фонда при валютных операциях. Например, фондовый индекс или валютная позиция имеют только макроэкономический аспект. Мы можем, конечно, всегда нейтрализовать макроэкономический аспект акционерной позиции посредством фондовых индексов и валютных фьючерсов.

В отношении валют я полагаю, что система свободно плавающих обменных курсов ставит нас перед экзистенциальным выбором: нельзя не хранить капитал ни в одной из валют, и непринятие решения о степени риска в какой-либо валюте также является решением, за исключением, конечно, тех случаев, когда вы собираетесь купить валютный опцион, но при этом вам придется заплатить соразмерную цену за выбор. Логичным следствием моего отношения к этому стало ощущение того, что я обязан принимать решения о валютах, даже если у меня нет хорошо сформулированной макроэкономической инвестиционной концепции. Результаты могут быть катастрофическими. Иногда я завидую моим менее осведомленным коллегам, менеджерам фондов, не подозревающим, что они сталкиваются с экзистенциальным выбором; например, они избежали потерь, которые я понес в 1981—1985 гг., когда доллар продолжал расти.

Можно видеть, что Квантум Фонд сочетает в себе некоторые признаки фонда, занимающегося операциями на фондовом рын-

* Англ. margin calls — *Прим. ред.*

ке, с признаками, присущими товарно-сырьевому фонду. Исторически сложилось так, что Квантум Фонд в начале своей деятельности работал исключительно с акциями; только после того, как макроэкономические условия стали более нестабильными, большее значение получили облигации и валюта. В последние несколько лет макроэкономические спекулятивные операции приобрели огромную важность. Степень привлечения заемного капитала у нас намного более умеренная, чем в чисто товарно-сырьевых фондах, а наше участие на рынках различных типов помогает не только получать необходимые займы, но и сбалансировать наш портфель вложений.

Максимальная степень риска Квантум Фонда по любому из направлений подлжет самоограничению. Полагаться на предельные, налагаемые правилами по гарантийным взносам, — значит направляться на неприятности, поскольку придется ликвидировать свои ставки в наиболее неудобные моменты. Необходима безопасная дистанция, позволяющая держаться выше границ, устанавливаемых требованиями по гарантийным взносам. Безопасная дистанция может быть рассчитана на основе незадействованной покупательной способности, но это недостаточно надежная мера, поскольку к различным типам вложений применяются различные требования по гарантийным взносам. Например, для приобретения большинства акций американских компаний требуется гарантийный взнос в размере 50%, для покупки большинства иностранных акций — в размере 30—35%, а для операций по фьючерсам S&P* — только 6%. На каком уровне ограничить возможный риск — это один из наиболее трудных вопросов, которые возникают при управлении фондом, использующим займы, и здесь нельзя дать жесткого и быстрого ответа. В качестве общего правила я руководствуюсь следующим: не превышать 100% акционерного капитала Фонда ни на одном из рынков, — но я стараюсь приспособливать свое определение того, что, собственно, является рынком, к моему текущему образу мыслей. Например, я могу сложить вместе нерыночные акции и рыночные акции или рассматривать их по отдельности — в зависимости от моего настроения.

* Standard and Poor's (Composite) 500 Index (далее в таблицах: S&P 500) — один из важнейших фондовых индексов в США, рассчитываемый корпорацией Standard and Poor's (80% стоимости ценных бумаг на Нью-Йоркской Фондовой Бирже (NYSE)). Включает акции 400 промышленных, 20 транспортных, 40 финансовых и 40 коммунальных компаний. Цены взвешиваются в соответствии с количеством акций каждой компании. — *Прим. ред.*

Квантум Фонд N.V.*			
Дата	Нето-стоимость активов на акцию класса A**	Изменения по сравнению с пред. годом	Объем Фонда
01/31/69	\$ 41,25	—	\$ —
12/31/69	53,37	+29,5%	6 187 701
12/31/70	62,71	+17,5%	9 664 069
12/31/71	75,45	+20,3%	12 547 644
12/31/72	107,26	+42,2%	20 181 332
12/31/73	116,22	+8,4%	15 290 922
12/31/74	136,57	+17,5%	18 018 835
12/31/75	174,23	+27,6%	24 156 284
12/31/76	282,07	+61,9%	43 885 267
12/31/77	369,99	+31,2%	61 652 385
12/31/78	573,94	+55,1%	103 362 566
12/31/79	912,90	+59,1%	178 503 226
12/31/80	1 849,17	+102,6%	381 257 160
12/31/81	1 426,06	-22,9%	193 323 019
12/31/82	2 236,97	+56,9%	302 854 274
12/31/83	2 795,05	+24,9%	385 532 688
12/31/84	3 057,79	+9,4%	448 998 187
08/16/85	4 379,00	+44,3%	647 000 000

Вообще говоря, я более озабочен сохранением капиталов Квантум Фонда, чем его текущими прибылями, так что я начинаю более либерально относиться к налоговым на себя ограничениям, когда мне кажется, что мои инвестиционные концепции работают. Провести границу между капиталом и прибылью нелегко, если практически весь капитал состоит из аккумулярованных прибылей. Ниже приведено краткое описание событий, предшествующих началу эксперимента. Вы сможете увидеть, что единственный год до 1985 г., когда фонд более чем удвоил свои объемы, был 1980 г., а за этим последовал спад в 1981 г.

* N.V. — Naamloze Vennootschap (голл.) — анонимное общество; Фонд зарегистрирован на острове Кюрасао, голландская колония. — *Прим. ред.*

** До проведения аудита. — *Прим. авт.*

В течение первой фазы эксперимента деятельность Квантум Фонда вращалась в основном вокруг макроэкономических вопросов, микроэкономические концепции не вносили больших перемен, а их вклад в деятельность Фонда был относительно незначительным. В связи с этим, подводя итоги инвестиционных позиций своего Фонда, я сосредоточился только на макроэкономическом аспекте. Ситуация изменилась в течение контрольного периода. Конкретные инвестиционные концепции вносили все возрастающий вклад в деятельность Фонда. Это происходило в соответствии с моим макроэкономическим заключением о том, что пришло время играть на фондовом рынке. Поскольку "микроит-ры" получили важное значение только в течение контрольного периода, я воздержусь от их обсуждения, за единственным исключением: моя игра на японских акциях, связанных с недвижимостью, входит в описание второй фазы эксперимента.

Макроэкономическая позиция Квантум Фонда резюмирована в таблицах, которые следуют за каждой из дневниковых записей, а состояние и результаты деятельности Фонда представлены графически в конце каждой фазы эксперимента. Графическое представление контрольного периода было разделено на две части, поскольку оно примерно в два раза длиннее, чем описание экспериментальных фаз. Таким образом, графики разбиты на четыре примерно равных временных периода.

ПРИМЕЧАНИЕ:

Ниже приводится расшифровка заключенных в скобки численных обозначений от (1) до (6), которые используются в дневниковых таблицах, описывающих эксперимент в реальном времени:

- (1) Включает чистую долларовую стоимость фьючерсных контрактов.
- (2) Чистый объем покупок (+) или продаж (—) за период после предыдущего отчета.
- (3) Выражено через общий эквивалент 30-летних государственных облигаций. Например, 4-годовые казначейские обязательства номинальной стоимостью 100 млн. долл. эквивалентны по рыночной стоимости 30-летним государственным облигациям номинальной стоимостью 28,5 млн. долл.

- (4) Казначейские векселя и облигации США сроком до 2 лет, они также выражены через общий эквивалент 30-летних государственных облигаций (см. (3)).
- (5) Эти облигации значительно менее подвержены ценовым колебаниям*, чем государственные облигации США. Например, на 30 июня 1986 г. японские государственные облигации номинальной стоимостью 100 млн. долл. имели тот же показатель по колебаниям котировок, что и 30-летние государственные облигации США номинальной стоимостью примерно 60,2 млн. долларов. Мы не учитывали эту разницу.
- (6) Общий объем валютного участия включает в себя акции, облигации, фьючерсы, наличность и гарантийные взносы и равен общему капиталу Фонда. Короткая позиция в долларах отражает сумму, на которую объем участия в операциях с основными валютами (европейские валюты, зависящие от немецкой марки, фунт стерлингов и иена), превышает капиталы Фонда. Объем участия в операциях с основными валютами (большинство из которых не колеблется столь сильно, как основные валюты) показан отдельно. Они не считаются существенными при подсчете общего объема долларовых средств, задействованных в операциях Фонда.

Кроме того, процентные изменения в оценке чистых активов в этих таблицах приводятся в расчете на одну акцию. На показатели суммарного акционерного капитала Квантум Фонда влияют, хотя и в весьма умеренной степени, подписка на новые акции и погашение ценных бумаг по истечении срока их действия.

* Англ. термин *volatility* — "изменчивость". Употребляется как "разговорный" и как формальная статистическая мера, относящаяся к ланному финансовому перемену: цене, процентной ставке, обменному курсу и т.д. "Изменчивость" — показатель нестабильности котировки, курса и т.п., например (см. ниже, стр. 196) *short-term volatility* — краткосрочная изменчивость. Как формальная мера изменчивости — это, по существу, *стандартное отклонение*. Понятная трудность связана с тем, что финансовые стохастические процессы не являются стационарными. Используются также многочисленные синонимы (бета-коэффициент, *beta-coefficient*). — *Прим. ред.*

11. Фаза 1: август 1985 г. — декабрь 1985 г.

Начало эксперимента: воскресенье, 18 августа 1985 г.*

Фондовый рынок недавно пришел к заключению, что быстрый рост денежной массы превращает усиление экономики. Циклические акции** начали подниматься в цене, в то время как акции, подверженные влиянию процентных ставок, и акции оборонных предприятий начали от них отставать. Мне необходимо было принять решение о том, какую позицию занять. Я был склонен сомневаться в этом заключении, но я не обладал достаточной убежденностью, чтобы идти против него. Поэтому я ничего не предпринимал. Мой портфель акций включает преимущественно акции компаний, получающих прибыли вследствие изменения корпоративной структуры, и акции компаний, занимающихся страхованием собственности, динамика которых следует своему собственному циклу.

Что же касается валют, то я склонялся к сценарию мягкой посадки. Я действительно могу предположить, что сильная экономика будет стараться усилить доллар. Поскольку столь много торговцев валютной работой на понижение, это может привести к сильному, хотя и временному сдвигу в обратном направлении. Таким образом, ставки на понижение доллара были не лишены риска. В связи с этим я значительно сократил свои валютные ставки. По причинам, которые я опишу ниже, я восстановил их в течение нескольких недель.

* График, иллюстрирующий состояние и результаты деятельности Квантум Фонда в Фазе 1, идут после стр. 219. Расшифровка заключенных в скобки численных обозначений от (1) до (6), которые используются в дневниковых таблицах, приведены на стр. 175—176. — *Прим. авт.*

** Циклические акции, и вообще циклические ценные бумаги — акции и облигации, курсы которых подвержены колебаниям в силу циклическости производства соответствующих компаний (или даже отраслей). Их котировки следуют за циклом. Примером может служить автомобильная промышленность. — *Прим. ред.*

Я склонился к тому, чтобы придерживаясь оптимистических взглядов на перспективны мягкой посадки, поскольку падение доллара было инципировано властями. Спонтанный обвал был бы намного опаснее. После того как был переизбран президент Рейган, власти начали движение в правильном направлении, и кажется, что они в большей степени сотрудничают друг с другом. Практически все перемены Имперского Круга сейчас корректируются: банки возвращаются к более солидным операциям; бюджетный дефицит сокращается, и процентные ставки снижаются.

Умеренность в оптимизм вносит мое видение того, что период коррекции предшествующих перегибов является периодом наибольшего риска. Перегибы эти служили определенной цели; иначе они, прежде всего, не развились бы. Может ли система функционировать без них? Более того, процесс коррекции может развить свой собственный импульс, давая начало самоусиливающейся тренду в противоположном направлении.

Все зависит от перспектив экономики. Если экономика уси-
лилась во второй половине 1985 г., все будет в порядке. Даже если
состояние ее несколько ослабнет в 1986 г., финансовая структура
будет уже в достаточно сильной позиции, чтобы справиться с по-
следствиями. В любом случае эти события относятся к слишком
дальней перспективе, чтобы иметь отношение к текущим инве-
стиционным решениям.

Я считаю себя недостаточно квалифицированным по сравнению с профессионалами, которые имеют в своем распоряжении гораздо больше информации, позволяющей им предсказывать действительный ход развития экономики. Именно поэтому я решил остаться в стороне от циклических акций.

Единственной важнейшей переменной являются потребительские расходы. Некоторые эксперты считают, что потребителям предлагаются излишне большие объемы товаров; другие заявляют, что если сделать денежные средства доступными, можно с уверенностью утверждать, что американский потребитель их потратит. Могу ли я судить, кто из них прав? Единственная конкурентоспособная идея, которая у меня есть, — это теория рефлексивности. Она заставляет меня отклоняться от общепринятого мнения в негативном направлении. Я полагаю, что мы находимся в периоде сокращения кредита, когда наблюдается эрозия стоимости залогового обеспечения. Было бы логичным, если бы потребители отказались реагировать на стимулирование. Вот типичная кейнсовская ситуация: лошадь подводит к воде — будет ли она пить? Мне необходимы дополнительные данные, прежде

Август, 16, 1985

Дата закрѣтѣя 8/16/85		Дата закрѣтѣя 8/16/85	
DM	2.7575	S&P 500	186.12
Иена	236.75	Казначейские облигации США	76 2/32
Фунт ст.	1.4010	Евродоллар	91.91
Золото	337.90	Сырая нефть Японские облигации	28.03
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА			
Чистый объем ва- лютного		\$647 000 000	
Повы- пони- шение жешие		\$4 379	
Изменения по сравнению с 12/31/85		+44.3%	
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)			
Инвести- ционные ставки (1)	Чистый объем ва- лютного	Повы- пони- шение жешие	
Акции США	666	(62)	Евр. валюта, основ. на DM
Иностр.ан.	183		Фунт ст.
Облигации(3)			Доллар США
Госуд. США	(67)		Прочие валюты
Крепкоб. (4)	(46)		50
Долгосроч.			
Товарно- сырьевая продукция			
Нефть	(121)		
Золото			

чем я смогу сколько-нибудь укрепиться в негативном заключении.

Недавно я воспринял несколько таких сигналов. Вероятно, наиболее убедительным было само функционирование рынка. Фондовый рынок действовал на редкость плохо. Может вызвать удивление тот факт, что я воспринимал фондовый рынок как заслуживающий доверия индикатор, после того как я провозгласил в качестве одного из своих принципов, что рынок всегда подвержен предпочтениям. Но я также указал, что рынок может заставить свои прогнозы сбываться.

Различные экономические отчеты также отражают продолжающееся ослабление. Например, упали объемы продаж автомобилей. Я не придало большого значения этим отчетам, поскольку слабость текущей ситуации общепринята. То, что произойдет после того, как Джерард Моторс начнет свою кампанию по продажам в расщепку с низкими процентными ставками, будет куда более значительным. На меня поразило большее впечатление произвело сообщение о том, что урожай зерновых в этом году должен побить все рекорды. Это говорит о том, что либо отчаяние в фермерском секторе усиливается, либо на ценовую поддержку фермеров потребуется затратить намного больше средств.

Валюты подвергались давлению, сдвигаясь по направлению к своему верхнему пределу. Ожидалось, что Бундесбанк понизит учетную ставку, но марка отказалась отступать. В среду, 14 августа, я решил сделать половинную ставку на немецкую марку; после того как учетная ставка в Германии действительно была понижена, а марка осталась твердой, я выкупил оставшуюся часть своей ставки. В четверг днем Федеральный Резерв объявил о значительном росте денежного агрегата M1; увеличение агрегата M3* было более умеренным. Облигации упали, и я понял, что мое заключение по поводу валют должно подвергнуться испытанию. Если победит общепринятая точка зрения, валюты должны упасть в ожидании усиления экономики и повышения процентных ставок. Но если приливная волна обратится вспять, владельцы долговых активов должны будут отреагировать на увеличение денежной массы конвертацией части этой массы в другие валюты. Стучилось так, что валюты не упали и мой тезис был подтвержден.

Затем были получены дополнительные доказательства. Так, в пятницу акции вновь открывающихся и недавно созданных компаний жилищного строительства были слабыми, особенно в области многоквартирного строительства. Это подтвердило мои подозрения о том, что жилищно-строительная промышленность переживает сложный период. В этом случае коммерческая недвижимость

* В США денежный агрегат M1 содержит наличность в обращении, счета до востребования в коммерческих и взаимно-сберегательных банках, счета NOW (т.е. счета с обращающимися приказами о снятии средств), небанковские дорожные чеки и некоторые другие активы. В M3 входят также сберегательные счета, срочные счета, однодневные ссудополучающие депозиты, небанковские дорожные чеки, акции взаимных фондов денежного рынка, срочные соглашения о продаже и последующем выкупе ценных бумаг и некоторые другие активы. — *Прим. ред.*

мость должна находиться в еще более тяжелом положении. Облигации подыались, но фондовый рынок продолжал оставаться под давлением.

Сейчас я готов поспорить, что стал в экономике готов перейти в депрессию: сокращение кредита перевесит рост денежной массы. Я подозреваю, что расхождение между M1 и M3 является индикатором того, что лошади все-таки не пьют. Я готов сделать максимальные валютные ставки как на долгосрочной, так и на краткосрочной основе, а также сделать фьючерсную продажу растущих облигаций. Если валютный рынок не продемонстрирует резкой реакции, мне придется стать более осторожным и признать убыток по своей краткосрочной валютной ставке.

Вы можете спросить, почему я собираюсь сделать ставку на понижение облигаций, если я ожидаю наступления депрессии? Ответ заключается в том, что я ожидаю наступления депрессии, поскольку долгосрочные процентные ставки поднимутся за счет ослабления доллара. Это Имперский Круг готовился дать обратный ход. Я осознаю, что моя продажа может быть преждевременной; поэтому я делаю лишь небольшую начальную ставку. Я также обдумываю возможность ставки на понижение на фондовом рынке, но только если его котировки резко поднимутся в ответ на падение доллара. Прежде чем я дополнительно увеличу объемы своих операций, и мои валютные ставки, и мои ставки по облигациям должны начать работать.

Большинство моих валютных ставок сделаны в немецких марках. Я также сделал значительные ставки в йенах, но я ожидаю, что котировки иены будут измениться медленнее и это изменение начнется позже. Я должен пояснить, почему. В Японии очень высокая норма сбережений, а объем ее внутренних инвестиций сократился. Вкладывая свои сбережения за рубежом, Япония способна поддерживать уровень производства, значительно превышающий объем внутреннего потребления. Именно поэтому Япония может стать ведущей экономической силой в мире: высокая норма сбережений, постоянное превышение экспорта над импортом и постоянное аккумулялирование зарубежных активов идут рука об руку, увеличивая силу Японии и расширяя ее влияние в мире. Имперский Круг играет на руку Японии и она желает, чтобы он продолжался как можно дольше. Японские официальные лица выражают эту политику следующим образом: "Мы хотим, чтобы США проливали в качестве ведущей экономической силы в мире, поскольку это позволяет нам проливать в качестве второй такой силы". В действительности же Япония использует США, как ве-

лосипедист использует илущую перед ним машину: чтобы уменьшить сопротивление ветра. Япония хочет оставаться позади США как можно дольше, и с этой целью она выражает готовность финансировать государственный дефицит США. Долгосрочный отток капитала из Японии увеличился с 17,7 млрд. в 1983 г. до 49,7 млрд. в 1984 г., и этот тренд все еще продолжает нарастать. Это единственный важнейший фактор, поддерживающий иену на низком уровне. Теперь, когда динамика доллара пошла в обратном направлении, иена может подняться по отношению к доллару, но, вероятно, она упадет относительно европейских валют.

В своих попытках прийти к этому заключению я столкнулся со значительными трудностями. В 1970-х гг. Япония следовала политике поддержки высоких котировок иены, создавая препятствия для экспортеров, которые им пришлось преодолевать, чтобы их экспорт оставался прибыльным. Эта политика была очень успешной в поддержке тех отраслей, в которых Япония имела наиболее высокую конкурентоспособность, и в сокращении более старых и менее прибыльных отраслей экспорта. Я склонен был бы ожидать, что в ситуации, когда все остальные страны мира испытывают все меньшее желание мириться с высоким налогом на экспортным балансом Японии, Япония могла бы снова воспользоваться этим ценовым механизмом, чтобы рационализировать свой экспорт вместо того, чтобы подвергаться количественным ограничениям. Это означало бы политику высокого обменного курса.

Но я не сумел заметить фундаментальные различия между двумя ситуациями. В 1970-х гг. объем внутренних инвестиций в Японию был все еще очень велик, а доступные сбережения следовало рационализировать, высокий обменный курс служил в качестве эффективного метода распределения ресурсов. Сейчас имеет место избыток сбережений, для которого должен быть найден выход. Экспорт капитала является наилучшим решением. Сопротивление японскому экспорту остается камнем преткновения, но Япония надеется преодолеть его, предоставляя выгодные кредитные условия. Отсюда готовность финансировать американский бюджетный дефицит.

Реакция Америки амбивалентна. Отдельные лица среди администрации высказываются в поддержку более высокого курса иены; другие выступают за продажу японцам американских государственных ценных бумаг. Парадоксально, но именно американское давление в направлении либерализации рынков капитала привело к современным массовым закупкам Японией американских

казначейских облигаций. Разница в процентных ставках в пользу США была очень велика, достигая иногда 6%. Как только широты были открыты, японские институты хлынули на рынок. После того как доллар начал падать, общий доход несколько сократился, но это не разочаровало японских инвесторов. Напротив, они, кажется, почувствовали, что сейчас, после того, как доллар упал, валютный риск стал меньше. Стадность у японских инвесторов развита даже сильнее, чем у их американских коллег. Если их предпочтения изменятся, вся толпа ринется в обратном направлении. Но это весьма маловероятно: власти действуют как пастух и делают все необходимое, чтобы предотвратить паническое бегство. Если мой анализ верен, они, вероятно все же, оставят темп роста иены достаточно умеренным, чтобы сохранить преобладающее предпочтение в пользу американских государственных облигаций.

Я должен также пояснить мои взгляды относительно цен на нефть. Их падение более или менее неизбежно. Объемы производства на много превышают спрос, и нефтяной картель находится в процессе дезинтеграции. Практически все члены ОПЕК, за исключением Саудовской Аравии и Кувейта, жуют и откажут с ценой. Вследствие этого производство нефти в Саудовской Аравии упало до нетерпимо низкого уровня. Влияние Саудовской Аравии на другие страны ОПЕК падало вместе с добычей. Единственный путь для Саудовской Аравии вновь утвердить свой контроль — вступить в тотальную ценовую войну, дабы продемонстрировать силу своей позиции на рынке в качестве низкостратегического производителя. Но сила ее рыночной позиции сопровождается политической слабостью. Результатом является патовое состояние, которое оставляет Саудовскую Аравию парализованной. Участники рыночного процесса готовятся к шторму, но пока господствует штиль. Спот-цены* весьма устойчивы, поскольку никто не хочет хранить запасы. Чем выше поднимается давление, тем более жестоким, вероятно, будет шторм, когда он в конце концов разразится. Кривая предложения здесь инвертирована**. Большинство производителей требуется выручить определенную сумму в дол-

* *Англ. spot prices*, т.е. цены при немедленной поставке и немедленном расчете ("на месте"). — *Прим. ред.*

** *Supply curve* — кривая предложения — графическое представление количества продукта или объема услуг, которое производители согласны поставлять при различных ценах. Количество или объем откалывается обычно по горизонтальной оси, а цена — по вертикальной. — *Прим. ред.*

ларах; по мере падения цен они будут пытаться увеличивать объемы поставок, пока цены не упадут ниже того уровня, когда высокос затратные производители перестанут получать прибыль. Многие из них не смогут обслуживать свой долг. Соединенным Штатам придется ввести протекционистские тарифы, чтобы отградить внутренних производителей, и протекция эта будет, вероятно, распространена и на Мексику, если она будет выполнять все условия, связанные с ее задолженностью.

Я делал ставку на понижение цен на нефть в течение длительного времени, и это стоило мне довольно дорого. Фьючерсы провалились с большим дисконтом против наличности: сохранение ставки могло стоить целых 2% в месяц. Я теперь склоняюсь к тому, чтобы ликвидировать ставки, которые я поддерживал в последние месяцы, и сделать ставку на понижение на следующую весну. Цена упадет, но месячный дисконт также будет более низким. Если мой анализ верен, чем позже наступит падение цен, тем более сильным оно будет.

Взгляды, которые я здесь изложил, могут служить достаточным основанием того, что я называю макроэкономическими инстинктивными решениями, но они не отвечают на вопрос о том, что может произойти с Имперским Крутом. Когда я задаю этот вопрос, мой магический кристалл становится туманным.

При прочих равных условиях депрессия, если, конечно, она наступит, должна быть мягкой. Денежно-кредитная политика была ослаблена еще до того, как мы вступили в фазу депрессии; товарные запасы жестко контролируются, а падающий доллар должен принести облегчение сектору производства товаров, хотя благоприятные последствия могут стать ощутимыми только через 6—18 месяцев. Но прочие условия не являются равными. Финансовая структура уже напряжена, и вероятно, не сможет противостоять депрессии: неплатежи могут стать самоусиливающимися как во внутреннем, так и в международном плане. Финансовые органы в полной мере осознают эту опасность и полны решимости всеми силами предотвратить ее. Если придется выбирать между депрессией и инфляцией, то уж лучше инфляция. Это не прогноз, а лишь пересказ текущей денежно-кредитной политики.

Инфляция — это было бы не так плохо: она сделала бы бремя долгов более переносимым как путем сокращения реальных процентных ставок, так и благодаря резкому росту цен на товары; вопрос лишь в том, может ли политика инфляции преуспеть. Вероятно, она вызовет алергическую реакцию на финансовых рынках, спровоцировав бегство от доллара и подъем номинальных

процентных ставок. Если иностранцы утратят готовность финансировать наш бюджетный дефицит, может сократиться тем или иным путем наш валовой национальный продукт. Но в этом случае Япония может изыскать готовность предоставлять нам займы, даже если ее общий доход от этого окажется негативным.

Понедельник, 9 сентября 1985 г.

Эксперимент начался неудачно. Валюты взлетели вскоре после того, как я сделал свою ставку в полном объеме, и резко упали в течение последних трех дней. Облигации также поднялись, а затем упали. Рост облигаций был достаточным для того, чтобы отказать от моей небольшой ставки на понижение, причем с убытком для меня, но я продолжал поддерживать свои валютные ставки на повышение, по которым я теперь также несу убытки. Единственный фактор, сработавший в мою пользу, — это нефть, где я использовал сильный рынок, чтобы увеличить свои ставки на понижение до следующей весны. В итоге мои операции были неуспешными и я терпел серьезные убытки с начала эксперимента. К счастью, прибыли, которые я получил ранее в этом году, все еще позволяют мне оставаться в весьма неплохой позиции.

Причиной обратного хода событий стал выброс статистических данных, указывающих на экономический подъем. Объем денежной массы взлетел вверх, торговый дефицит сократился, показатели занятости улучшились, так же как и объемы розничной торговли. В частности, объем продаж автомобилей резко вырос в течение первых десяти дней после того, как автомобильные компании предложили кредитные условия с большими уступками. Все говорит о том, что лошадь все-таки начала пить.

Я склонен оспаривать эти данные и, притягиваясь, я найду достаточно "вывертов", которые смогут объяснить большинство показателей. Одно остается фактом: рост продаж автомобилей достаточен для того, чтобы оправдать те скорее агрессивные производственные графики, по которым работали автомобильные компании. Более пристальный взгляд позволяет заметить, что практически все улучшения занятости связаны с автомобильным производством. Критический вопрос следующий: что происходит с потребительскими расходами в целом? Является ли рост продаж автомобилей симптоматическим признаком поведения потребителей или же он будет компенсирован сокращением расходов в

Сентябрь, 6, 1985

Дата закрытия 9/6/85	% измене- ний после 8/16	Дата закрытия 9/6/85	% измене- ний после 8/16		
DM	2,9235	-6,0	S&P 500	188,24	+1,1
Иена	242,10	-2,3	Казначейские облигации США	75 ^{16/32}	-1,6
Фунт ст.	1,3275	-3,2	Евродоллар	91,66	-0,3
Золото	320,70	-5,1	Сырая нефть	27,75	-1,0

КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА \$627 000 000
 Нето-стоимость активов на акцию \$4 238
 Изменения по сравнению с 8/16/85 -3,2%

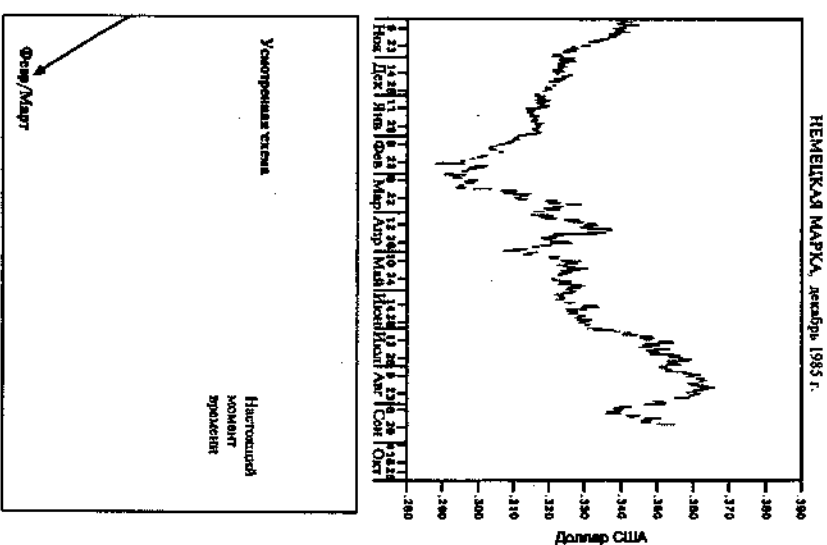
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)

Инвестиционные ставки (1)	Повы-Пони-шение же	Чистые измене-ния (2) после 8/16	Чистый объем ва-лютного участия (6)	Повы-Пони-шение же	Чистые измене-ния (2) после 8/16	
Акции США	653	(65)	-16	Евр. валюта, основ. на DM	491	+24
Иностран.	163	-20	Япон. иена	308	+64	
Облигации(3)			Фунт ст.	10	+1	
Госуд. США			Доллар США	(182)	-109	
Краткоср.(4)		+67	Прочие валюты	45	-5	
Долгосроч.		+46				
Товарно-сырьевая продукция						
Нефть						
Золото	(145)	-24				

других областях? Ответ станет нам известен, когда будет уже слишком поздно.

На данный момент я склонен считать, что экономика является вполне слабой. Падение доллара было недостаточно значительным, чтобы принести хоть какое-нибудь облегчение для производителей. Сельское хозяйство находится в наихудшем состоянии. Жилищное строительство могло бы дать экономике еще один импульс — оно зависит в первую очередь от процентных ставок и занятости, — но я полагаю, что негативный эффект сокращения кредита и эрозии ценности залога, примером чему служат крах EPRC (подразделение планирования капитала общественной ас-

социации сбережений и займов Мериленда) окажет депрессивное воздействие на строительство. Потребительский долг достиг больших объемов, и рост продаж автомобилей в настоящий момент сократит объемы продаж в будущем. Когда модели 1986 г. поступят в продажу в следующем месяце, экономике придется соскочить с прежнего состояния, в котором она находилась до того, как автомобильные компании стали искусственно форсировать ее с помощью поощрительных кредитных условий.



Графики печатаются с разрешения еженедельника службы фьючерсных графиков, Futures Chart Service (FCS). FCS является печатным органом аналитического бюро по товарно-сырьевому рынку (Commodity Research Bureau, CRB) фирмы Служба бизнес-информации Найт-Риддер (Commodity Research Bureau, a Knight-Ridder Business Information Service). Издательский отдел CRB расположен по адресу: 100 Church St., Suite 1850, New York, NY 10007. Все материалы защищены авторским правом, перепечатка без разрешения запрещена.

Федеральный Резерв не склонен ужесточать кредитование из-за множества слабых мест в финансовой структуре. Если доллары создаются быстрее, чем иностранцы готовы их поглощать, обменный курс должен будет примириться с падением доллара — если, конечно, экономика не является настолько сильной, чтобы заставить Федеральный Резерв пойти на ужесточение. Это всегда возвращает нас к тому же самому вопросу: сила экономики.

Поскольку я не могу решить этот вопрос, я буду следовать за рынком. Предполагается, что немалая марка установила свою схему изменения курса, включающую в себя резкий подъем, таковое же резкое падение, а также повторение до половины пути падения, после чего следует период консолидации. Если эта схема будет иметь место, сейчас мы должны находиться в нижней точке второго падения. Это хорошо согласуется с моим экономическим сценарием. Если же эта схема будет нарушена, я должен буду сократить свои ставки наполовину до тех пор, пока я не смогу пересмотреть экономический сценарий. Неизбежным результатом этого будут убытки, поскольку, если мои ожидания верны, я не смогу восстановить свои позиции, не заплатив за это. Если я ошибаюсь, мне придется понести убытки по половинной ставке, которую я сохранил. Эту цену я должен буду заплатить за то, что не вовремя сделал слишком большую ставку.

Если бы мои валютные ставки выглядели более безопасными, я мог бы подумать о приобретении некоторого количества государственных облигаций очередного выпуска рефинансирования, поскольку реальные процентные ставки вновь достигают нетерпимого уровня, особенно если Саудовская Аравия действительно собирается увеличить объемы производства нефти.

Мои взгляды на долгосрочную перспективу вновь начинают становиться все более пессимистичными. Финансовая структура понесла дополнительные потери. Я уже упоминал историю ERIC, Системе фермерского кредита* пришлось выпустить свои акции

* Farm Credit System, или Federal Farm Credit System (FFCS), создана в 1971 г. Управление по делам фермерского кредита — Farm Credit Administration осуществляет контроль за системой фермерского кредита, которая включает Федеральный банк фермерского кредита (Federal Farm Credit Bank), 12 федеральных земельных банков (FLBs — Federal Land Banks), 12 федеральных банков среднесрочного кредита (FICBs — Federal Intermediate Credit Banks) и 12 банков для кооперативов. Федеральная система фермерского кредита принадлежит фермерам и фермерским кооперативам, которые выступают основными вкладчиками и заемщиками. Во главе FFCS стоит Федеральное правление фермерских ссуд (Federal Farm Loan Board). — *Прим. ред.*

на рынок со всеми последствиями этого; а кризис ликвидности в Южной Африке создал новый прецедент, который может побудить банки к тому, чтобы действовать еще решительнее, если подобная ситуация возникнет еще раз. Хотя американская экономика показывает признаки усиления, позиция наших финансовых институтов слабее, чем она представлялась несколько недель тому назад.

Суббота, 28 сентября 1985 г.

Мы живем в восхитительные времена. Внеочередная встреча финансовых министров и глав центральных банков пяти ведущих стран в отеле Плаза в прошлое воскресенье явилась историческим событием. Оно ознаменовало собой официальный переход от системы свободного плаванья к управляемому плаванью. Те, кто прочел главу моей книги, касающуюся рефлексивности на валютных рынках, поймут, что я считал это изменение неизбежным.

Мне удалось сохранить свои валютные ставки, лишь ободрав свои зубы, а после встречи Группы Пяти в прошлое воскресенье я сорвал крупнейший куш в своей жизни. Я пошел на огромный риск, купив дополнительные иены в воскресенье вечером (утро понедельника в Гонконге), и проложил их покупке в течение всего периода роста на рынке. Прибыли прошлой недели более чем компенсировали все убытки, возникшие в результате торговых операций с валютой в течение последних 4 лет, и в целом я сейчас значительно продавинулся вперед.

Именно явная слабость фондового рынка воодушевила меня на то, чтобы поддерживать свои валютные ставки. Сила доллара зависит от силы экономики. Падение котировок может оказать значительный эффект на решения потребителей о расходах и на решения бизнесменов по инвестициям. Кроме того, если наступит период депрессии, он будет вызван падением стоимости залогового обеспечения, а фондовый рынок является одним из наиболее важных депозитариев залога.

Немецкая марка с большим трудом удержалась в пределах усмотренной мной схемы, и мои нервы подверглись серьезному испытанию, но к моменту встречи Группы Пяти марка поднялась в соответствии с усмотренной схемой. Я рад сообщить, что реакция рынка на встречу Группы Пяти разрушила усмотренную схему. Схемы должны нарушаться историческими событиями, а эта встреча действительно является таковым.

Сентябрь, 27, 1985

Дата закрѣтия 9/27/85	% измене- ний после 9/6	Дата закрѣтия 9/27/85	% измене- ний после 9/6
DM 2,6820	+8,3	S&P 500 181,30	-3,7
Иена 217,24	+10,3	Казначейские облигации США 75 ¹⁴ / ₃₂	+0,1
Фунт ст. 1,4190	+6,9	Евродоллар 91,71	+0,1
Золото 328,40	+2,4	Сырая нефть Японские облигации 28,93	+4,3
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА			
Чистые активы на акцию \$4 561			
Изменения по сравнению с 9/6/85 +7,6%			
Изменения по сравнению с 8/16/85 +4,2%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)			
Инвести- ционные бѣжки (1)	Чистые измене- ния (2) после 9/6	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2) после 9/6
Повы- Пони- шение жение	9/6	Повы- Пони- шение жение	9/6
Акции США 530 (85)	-143	Евр. валюта, основ. на DM 550	+59
Иностран. 142	-21	Япон. иена 458	+150
Облигации(3)		Фунт ст. (44)	-54
Госуд. США Краткоср.(4)		Доллар США (289)	-107
Долгосроч.	(77)	Прочие валюты 16	-29
Товарно-сырьевая продукция			
Нефть (176)	-31		
Золото			

Встреча была организована по инициативе Казначейства США. Федеральный Резерв значительно позже решил принять в ней участие. Ее основной целью было облегчение интенсивного давления протекционистов. Это была чрезвычайная встреча, и всеобъемлющая политика не была разработана заранее. Все же было принято некоторое обязательство, а политика последует за ним. Как будут управляться валютные курсы, еще неясно. Вмешательство рыночного процесса может быть эффективным только в течение короткого периода времени: оно должно быть поддержано иными мерами; по-моему, большая часть этой поддержки должна быть оказана Японией. В Японии Центральный банк все еще имеет

достаточный престиж и влияние, так что он может смещать курс иены более или менее по своему желанию; но для того, чтобы поддерживать ее высокий курс, властям придется ограничить отток капитала и найти пути внутреннего использования сбережений с помощью сокращения налогов или увеличения государственных расходов, или используя оба эти подхода. Кроме того, должны быть приняты серьезные меры для устранения нетарифных барьеров, препятствующих импорту. Если меры окажутся недостаточными, поддерживать повышение курса иены будет трудно.

Проблема с европейскими валютами совершенно иная. Стекующиеся потоки капитала имеют больший объем, а влияние центральных банков слабее. Котируются марки изменились в значительно меньшей степени, чем котируются иены, показывая, что торговцы валютной и держатели ликвидных активов по-прежнему сомневаются относительно значимости нового подхода. Если марка продолжит подниматься, то трудность будет состоять в том, чтобы остановить этот тренд. Я не удивлюсь, если Волкер провел большую часть этого воскресенья в разговорах не о том, как понизить курс доллара, а о том, как остановить его падение.

После встречи я сосредоточился на иенах, поскольку именно эта валюта играет более важную роль, если речь идет о протекционистских чувствах. Но если политика вмешательства окажется успешной, я намереваюсь сделать ставки на повышение марки большими, чем на повышение иены. Иена поднимается до разумного уровня, например 200 за доллар, но марка может быть сильно переоценена. В конце концов, основная игра может пойти во круг золота, особенно если в США наступит период депрессии.

Реакция котировок на фондовом рынке была намного хуже, чем я предполагал. На самом деле, я купил фьючерсы S&P после встречи Группы Пяти, чтобы торговать ими, но я вынужден был ликвидировать эту свою ставку с убытком. В общем, реакция рынка была довольно злойшей. Эрозия ценности золотового обеспечения представляется более значительной, чем я предполагал несколько месяцев назад. Теперь я полагаю, что экономика сократится в депрессию прежде, чем предпринимаемые в настоящее время меры успеют принести облегчение. Я полагаю также, что последуют дополнительные меры. Аналогично тому, как протекционистское давление вызвало изменение режима обменных курсов, давление высоких реальных процентных ставок может привести к далекому идиущему соглашению о вооружениях и к разрядке на ноябрьской встрече на высшем уровне. Я испытываю беспокойство по поводу следующих шести месяцев, но я вижу лучшие перспективы

НЕМЕЦКАЯ МАРКА, декабрь 1985 г.

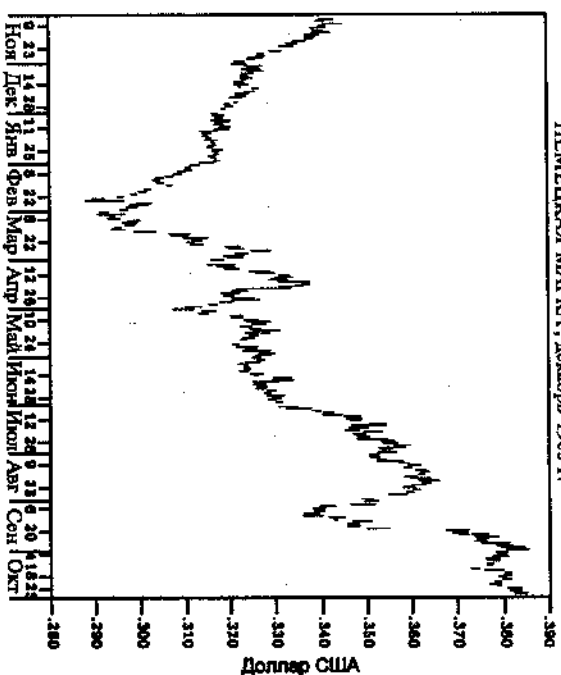


График перепечатан с разрешения еженедельника службы фьючерсных графиков, Futures Chart Service (FCS). FCS является печатным органом аналитического бюро по товарно-сырьевому рынку (Commodity Research Bureau, CRB) фирмы Служба бизнес-информации Найт-Ридлер (Commodity Research Bureau, а Knight-Ridder Business Information Service). Издательский отдел CRB расположен по адресу: 100 Church St., Suite 1850, New York, NY 10007. Все материалы защищены авторским правом, перепечатка без разрешения запрещена.

тивны для позитивных политических инициатив, чем когда-либо с момента начала Имперского Крута. В то же время я не вижу большой перспективы в том, чтобы становиться в позу мелведи на фондовом рынке, хотя я вижу в ликвидных активах массу достоинств, и я хотел бы, чтобы у меня их было больше.

Мои ставки на понижение цен на нефть работают против меня. Советский Союз сократил поставки, а островок Харг* был практически выведен из строя. Я решил покрыть свои ставки на по-

* Kharg Island (или Khark Island) — небольшой остров в Персидском заливе в 55 километрах к северо-западу от порта Бушир. В 1960 г. на острове построены терминалы для сырой нефти и установки для перегрузки. Здесь, вместо Абадана, причаливают супертанкеры. Нефтяной терминал был поврежден во время ирано-иракской войны. — *Прим. ред.*

нижение на март и апрель путем ставок на повышение на январь. Учетная ставка между настоящим моментом и январем максимальна. Поддерживать открытыми ставки на понижение стало слишком дорого. Делая ставки на январь, я практически сумел остановить часы; позже я намеревался вновь восстановить свои ставки на понижение.

Воскресенье, 20 октября 1985 г.

Валютный рынок был полон слухов о том, что последуют некоторые действия во время уик-энда или во время визита японского премьер-министра Ясухио Накаоне в США. Я склонен относиться к ним сдержанно. Фактически я сейчас использую сдержаннейшее сильное состояние, чтобы несколько сократить свои ставки на понижение доллара. Я намеревался в дальнейшем увеличить их в течение периода рефинансирования государственных облигаций США.

После встречи Группы Пяти возникли значительные разногласия между Казначейством и Белым домом, с одной стороны, и Федеральным Резервом, с другой, часть из них просочилась в прессу. Политики, кажется, защищают подход "трезных интервенций" на валютных рынках, в то время как Федеральный Резерв благоговейно простерилизовал все проданные им доллары, продавая на точно такую же сумму казначейские векселя. Политики настаивают на том, что стерилизованная интервенция никогда не действует в течение длительного периода времени, но если путем продажи долларов будет позволено увеличить денежную массу, обменный курс должен упасть. Ответ Волкера заключается в том, что необходимости в столь энергичных мерах нет, поскольку доллар все равно упадет. Если рынки будут наводнены долларами, доллар может перейти в свободное падение, которое затем будет трудно остановить. Волкер, по-видимому, более озабочен предотвращением коллапса, чем стимулированием снижения курса, и я симпатизирую тому, кто, как мне кажется, представляет его позицию.

На его месте я поддерживал бы процентные ставки на стабильном уровне, пока не закончено рефинансирование, продавая иностранцам столько долларов, сколько им надо для покупки государственных ценных бумаг, и я понизил бы процентные ставки после аукционов. Это обеспечило бы успешность аукционов, и это набил бы мой "военный сундук" средствами для того, чтобы

заключается в том, что их краткосрочная изменчивость* наиболее значительна в поворотные моменты, но уменьшается, когда тренд становится устойчивым. Сейчас это так. Тот факт, что мы более не находимся в системе свободно плавающих обменных курсов, должен еще больше сократить риск обратного поворота событий. Участники рыночного процесса еще не осознали новые правила; объем участия, на которое они готовы решиться, находится под влиянием изменчивостей, с которыми они сталкивались в прошлом. Это верно и по отношению ко мне — иначе я достиг бы своего теперешнего уровня участия значительно раньше и в процессе перемен заработал бы значительно больше. К тому моменту, когда все участники приспособятся к новым правилам, произойдут новые изменения условий игры. Если власти успешно справятся с ситуацией, прибыль от валютных спекуляций будет соизмерима с риском, в итоге спекуляции станут менее привлекательными вследствие нерезультативности. Власть достигнет своей цели, и настанет время, когда мне придется прекратить спекуляции.

Я пропустил также начало процесса изменений в облигациях. Когда в Японии и, в несколько меньшем объеме, в Германии поднались процентные ставки, рынок осознал, что процентные ставки в США должны упасть, и в предвосхищении этого котировки облигаций поднялись. Мой хорошо продуманный план покупки на аукционе был пережвачен. Мне пришлось догонять отходящий поезд и пытаться на ходу вскопить в него лучшим из доступных мне способов. К настоящему моменту я сделал половинную ставку по не слишком выгодным ценам. Я надеюсь, что удвоить ее в следующей серии аукционов в ноябре. Я должен также обдумать возможность увеличения объемов операций на фондовом рынке по причинам, которые я намереваюсь пояснить ниже.

Сейчас настало время переоценить всю перспективу. Разногласия, возникшие вокруг поправки Грамма—Рудмана**, ясно про-

* Short-term volatility; см. сноску к стр. 176. — *Прим. ред.*

** Грамм Филип Уильям, род. 1942 г. Американский экономист и политик; член палаты представителей 1979—1985, сенатор от штата Техас с января 1985 г. Рудман Уоррен Брюс, род. 1930. Американский юрист и политик; сенатор-республиканец, 1980—1992, от штата Нью-Гэмпшир. Законом о теневой работе Ф. Грамма и У. Рудмана привела к принятию Конгрессом Акта Грамма-Рудмана-Холлинса о сбалансированном бюджете. Полное название Balanced Budget and Emergency Deficit Control Act of 1985. Вошел в Свод законов США. Раздел 2. Конгресс. Рассматривает вопрос о чрезвычайных полномочиях Конгресса для устранения бюджетного дефицита. — *Прим. ред.*

Ноябрь, 1, 1985

Ноябрь, 1, 1985					
Дата закрѣтия 11/1/85	% измене- ний после 10/18	Дата закрѣтия 11/1/85	% измене- ний после 10/18		
DM	2,5910	+1,4	S&P 500	191,48	+2,4
Иена	208,45	+2,9	Казначейские облигации США	78 23/32	+2,6
Фунт ст.	1,4415	+0,9	Евродоллар	92,07	+0,3
Золото	326,10	-10,1	Сырая нефть Японские облигации	30,39	+2,9
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$759 000 000			
Изменения по сравнению с 10/18/85		+\$5 115			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+5,1%			
		+16,8%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- ложения (2)	Чистые измене- ния (2)		
Повы- Пони- шение жение	после 10/18	участия (6)	Повы- Пони- шение жение	после 10/18	
Акции					
США	546 (148)	+24	Евр.-валюта, основ. на DM	630	-50
Индекс фьючерсы Иностран.	209 (46)	+75	Япон. иена	813	+267
		+57	Фунт ст.	(88)	-16
Облигации(3)			Доллар США	(596)	-163
Госуд. США	28	+28	Прочие	34	0
Краткоср.(4)	456	+456	Валюта		
Долгосроч. Японск.(5)					
Товарно- сырьевая продукция	(186)	-149			
Нефть					
Золото					

демонстрировали, что общественное мнение склоняется в сторону сокращения бюджетного дефицита. Поправка Грамма—Рудмана была блестящим инструментом, позволяющим президенту сократить программы, которые иначе остались бы неприкосновенными. Сокращения должны вступить в силу после выборов 1986 г. палата представителей сделала еще один шаг, настаивая на том, что сокращения должны начаться в текущем финансовом году и коснуться прежде всего оборонной области. Версия сената сыграла бы на руку республиканцам в предвыборной кампании 1986 г., но

демократы из палаты представителей изменили картину, исключив из сокращений многие социальные программы и отодвинув дату их вступления в силу. Белый дом находится в трудном положении: он должен что-то предпринять для сокращения бюджетного дефицита с тем, чтобы открыть дорогу более низким процентным ставкам, но поднимать налоги перед выборами 1986 г. было бы самоубийством. Существует один выход: достигнуть некоторых договоренностей с Советским Союзом на предстоящей встрече на высшем уровне и сократить расходы на оборону. Вопрос с бюджетом был бы решен, а республиканцы смогли бы выступить на выборах 1986 г. как партия мира. Остается только увидеть, заинтересован ли Рейган в таком решении вопроса.

Если это произойдет, мы могли бы вступить в период величайшего процветания с более низкими процентными ставками, более низким курсом доллара и подъемом на фондовом рынке. Энтузиазм, вызванный этими изменениями, помог бы поддерживать дальнейшее развитие экономики, а план Бейкера, объявленный на недавней ежегодной встрече Всемирного банка в Сеуле, помог бы предотвратить коллапс стран, имеющих значительные задолженности. Мания слияния компаний получила бы последний толчок от более низких процентных ставок, но она в конце концов вышла бы из моды, поскольку растущие котировки акций сделали бы новые сделки невыгодными. В обстановке преимуществ корпоративного реструктурирования, прибыли в более благоприятной обстановке пойдут вверх, и после имевшего место сокращения акционерного капитала цены на акции могут вообще взлететь до небес. В конечном итоге подъем сменится спадом, когда будут расторгнуты невыгодные сделки и международная долговая проблема вновь станет предметом всеобщей озабоченности, но цены на акции должны снова подняться, прежде чем наступит коллапс. Именно поэтому я продолжаю рассматривать увеличение объемов моих операций на фондовом рынке.

Мы приближаемся к моменту истины. Если Рейган прошиппит эту возможность, последствия могут быть весьма серьезными. Мы балансируем на краю депрессии, и для того, чтобы предотвратить крах кредитной системы, нам необходимы как более низкие процентные ставки, так и более низкий курс доллара. Даже и в этом случае потребуются значительная денежно-кредитная стимуляция, чтобы снова привести экономику в движение. Потребуется некоторое время на снижение курса доллара, чтобы облегчить давление на экономику со стороны импортеров. Прежде всего, ожидание более высоких цен может повернуть внутренний потреби-

тельский спрос в сторону импортируемых товаров. Только значительное падение краткосрочных процентных ставок, сопровождаемое более хорошими ценами на облигации и акции, могло бы вовремя обратить ожидания в обратную сторону и предотвратить депрессию. Без согласия по поводу поправки Грамма—Рудмана рынок облигаций может быть разочарован, Федеральный Резерв не пожелает энергично снизить процентные ставки, а эрозия ценности залогового обеспечения будет продолжаться.

Коллапс Международного совета по оплову лучше всего иллюстрирует эрозию ценности залогового обеспечения. Сейчас коллапс ОПЕК — только вопрос времени. В настоящий момент я увеличиваю свои ставки на понижение цен на нефть, поставляемую в период с января по март. Одновременно я покупаю акции нефтеперерабатывающих компаний, поскольку увеличивающийся объем операций должен способствовать росту маржи по ним. Что же касается общей картины, она прояснится в течение двух следующих недель. Саммит с Советским Союзом назначен на 19 ноября, а вопрос о бюджете должен быть решен до начала следующего аукциона. Вот почему я решил подождать до аукциона, прежде чем делать полную ставку на облигации.

Суббота, 9 ноября 1985 г.

Мои взгляды на валюты подвергнутся испытанию. После резкого подъема иены имел место резкий сдвиг в обратном направлении в прошлый четверг. Я узнал, что Бундесбанк приобрел доллары по цене ниже 2,60 DM, но продал их затем в пятницу по цене 2,645 DM. В соответствии с моим убеждением, что сейчас риск на рынке менее значителен, я не стал паниковать.

Рынок облигаций стоит на грани чрезмерного и резкого повышения котировок. Крупные фьючерсные опционы по казначейским облигациям истекают в следующую пятницу. Если цена на фьючерсы к этому времени поднимется выше 80, я намереваюсь продать всю свою ставку или часть ее, поскольку я полагаю, что рынок весьма узким. Белый дом не сможет прийти к компромиссу по поводу бюджета до того, как состоится саммит 19 ноября, а демократы будут продолжать давление в своих интересах. Это приведет к патовому положению на всю следующую неделю или около того, после чего, как только вопрос будет разрешен, последует аукцион. Я был бы счастлив, если бы мне удалось с прибы-

Ноябрь, 8, 1985

Дата закр. 11/8/85	% измене- ний после 11/1	Дата закр. 11/8/85	% измене- ний после 11/1		
DM	2,6220	-1,2	S&P 500	193,72	+1,2
Иена	205,50	+1,4	Казначейские облигации США	79 21/32	+1,2
Фунт ст.	1,4170	-1,7	Евродоллар	92,14	+0,1
Золото	324,20	-0,6	Сырая нефть Японские облигации	30,45	+0,2
				93,70	+1,0
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$782 000 000			
Изменения по сравнению с 11/1/85		+\$5 267			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+3,0%			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+20,3%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- люты (2)	Чистые измене- ния (2)	Чистые измене- ния (2)	Чистые измене- ния (2)
Повы- Пони- после шение жеение 11/1	Повы- Пони- после шение жеение 11/1	Повы- Пони- после шение жеение 11/1	Повы- Пони- после шение жеение 11/1	Повы- Пони- после шение жеение 11/1	Повы- Пони- после шение жеение 11/1
Акции США	569 (127)	+44	Евр. валюта, основ. на DM	654	+24
Индекс фьючерсы Иностран.	206	+46	Япон. иена Фунт ст. Доллар США Прочие валюты	806 (86) (592)	-7 +2 +4 +8
Облигации(3) Госуд. США Краткоср.(4) Долгосроч. Японск.(5)	82 498	+54 +42		42	
Товарно- сырьевая продукция Нефть Золото	(187)	-1			

любо выйти с рынка, что поставило бы меня в сильную позицию для совершения покупок во время аукциона.

Фондовый рынок также был весьма сильным. Расхождения сохранялись, но в пятницу объем операций на рынке расширился. Резкое повышение котировок облигаций может совпасть с временным пиковым периодом на фондовом рынке, после которого последует период коррекции. Я хотел воспользоваться этой возможностью для того, чтобы покрыть свои ставки на понижение и

подготовиться к тому, чтобы сделать ставки на повышение. Если коррекции не произойдет, я покрою свои ставки на понижение с убытком, а если саммит пройдет успешно, сделаю ставки на повышение по более высоким ценам.

Суббота 23 ноября 1985 г.

Рынки продолжают опережать меня. Как акции, так и облигации сильно поднялись в преддверии саммита, и возможность покупки государственных облигаций на аукционе, которой я ожидал, не стала реальностью. Вместо продажи своих облигаций я увеличил свои ставки, а также купил несколько фьючерсов по фондовому индексу, поскольку я не хотел упускать стратегическую возможность из-за тактической ошибки.

Я также сделал значительные ставки на фьючерсы по японским облигациям. Это новый рынок, в котором я до сих пор не имел опыта, но участники, с которыми мне приходится конкурировать, скорее всего, имеют даже меньший опыт. Рынок фьючерсов по японским облигациям показал резкий спад котировок (со 102 до 92), когда японское правительство подняло краткосрочные процентные ставки. Опыт подсказывал мне, что лучшие возможности для покупки краткосрочных облигаций представляются, когда кривая доходности* по ним инвертирована, что и имеет место сегодня в Японии. Рост процентных ставок в Японии должен был быть временным: страны Группы Пяти хотят стимулировать мировую экономическую деятельность, а не подавить ее. Снижение процентных ставок в США должно сопровождаться их снижением в остальных крупнейших промышленно развитых стра-

* Yield curve — кривая доходности. По рыночной стоимости финансово-го инструмента с фиксированной ставкой вычисляются его текущая стоимость (present value) и доходность (yield). Временная структура процентных ставок (term structure of interest rates) — взаимоотношение между "сроком созревания", или гашения, и доходностью. Ее графическое изображение и носит название *кривой доходности*. В нормальных условиях кривая доходности (maturity-yield) резко растет на интервале от 3 месяцев до 2 лет, а затем становится более плавной. Кривая доходности не является статичной, она меняется в зависимости от кредитных условий рынка. В периоды ужесточения денежно-кредитной политики кривая деформируется так, что ее "краткосрочный" конец сдвигается вверх больше, чем "долгосрочный", причем кривая доходности может даже "инвертироваться". В случае инвертированной кривой доходность при увеличении срока гашения (созревания) не возрастает, а убывает. — *Прим. ред.*

Ноябрь, 22, 1985

Дата открытия 11/22/85	% изменения после 11/8	Дата закрытия 11/22/85	% изменения после 11/8
DM 2,5665	+2,1	S&P 500 201,52	+4,0
Иена 201,00	+2,2	Казначейские облигации США 80 ⁷ / ₃₂	+1,5
Фунт ст. 1,4640	+3,3	Евродоллар 92,02	-0,1
Золото 326,90	+0,8	Сырая нефть Японские облигации 30,91	+1,5
			94,80 +1,2
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА			
Чистая стоимость активов на акцию	\$5 669	\$841 000 000	
Изменения по сравнению с 11/8/85	+7,6%		
Изменения по сравнению с 8/16/85	+29,5%		
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)			
Инвестиционные ставки (1)	Чистые изменение объема участия (2)	Чистый доход (2)	Чистые изменение (2)
Повышение после 11/8	Понижение после 11/8	Повышение после 11/8	Понижение после 11/8
Акции США 664 (83)	+139	Евр. валюты, основ. на DM 668	+14
Индекс. фьючерсы 126	+126	Япон. иена 827	+21
Иностран. 251	+45	Фунт ст. (87)	-1
		Доллар США (567)	+25
Облигации (3)		Прочие валюты 40	-2
Госуд. США 105	+23		
Краткоср. (4) 969	+471		
Долгосроч. 354	+354		
Японск. (5)			
Товарно-сырьевая продукция 214	-27		
Нефть			
Золото			

нах, и, если последствия этого для обменных курсов смогут быть нейтрализованы, снижение может пойти гораздо дальше, чем сейчас представляется. Я делал в Японии ту же ставку, что и в США, и шансы кажутся даже более благоприятными.

Я сейчас провожу полномасштабные инвестиции во всех направлениях: акции, облигации и валюта. Я добился бы более выгодных котировок, если бы не впадал в тонкости, или, вернее, если бы мое впадение в тонкости работало — но основной ре-

зультат заключается в том, что я достиг позиции, к которой стремился. Я иду сейчас возможности перейти от облигаций к акциям, но я считаю благоприятным не увеличивать более общий объем своего участия.

События разворачивались более или менее так, как я предполагал. Единственным затруднением была поправка Грама—Рудмана. Конгресс одобрил продление долгового потолка сроком на 1 месяц, что позволило провести аукцион, в то время как судьба поправки Грама—Рудмана остается неясной.

Результаты саммита отвечали моим ожиданиям. Я полагаю, что начался радикальный сдвиг в американско-советских отношениях. Обеим сторонам необходимо сократить военные расходы, и обе они получат немало выгод от более тесного сотрудничества. Возможность для этого представлялась, и президент Рейган не замедлил ею воспользоваться. Не давая своих позиций в отношении звездных войн, Рейган встал на точку зрения, которая позволила ему начать еще один период разрядки, не подвергаясь критике за то, что он "продался русским". В этом контексте поправка Грама—Рудмана может стать исключительно полезным механизмом сокращения военного бюджета, причем сокращения как бы нехотят. Часть военного бюджета, которая, скорее всего, неизбежно будет сокращена, — это пенсионные льготы. Стокман бросил эмоциональный призыв к этому перед тем, как уйти — а поправка Грама—Рудмана может служить прекрасным оправданием. Я думаю, что Конгрессом будет принята довольно жесткая версия поправки Грама—Рудмана — более близкая к версии палаты представителей, чем к версии сената. В настоящих условиях это уже не ухудшит шансы республиканцев на победу в 1986 г. в той степени, как это представлялось несколько недель назад.

После принятия поправки Грама—Рудмана последует снижение краткосрочной учетной ставки. Это заставляет меня в настоящее время сделать объемы вложений в облигации максимальными. Я понимаю, что после аукционов на рынке может наступить некоторое несварение, но если мой анализ верен, сейчас все еще есть некоторое пространство для дальнейших действий.

После снижения учетной ставки я намеревался сократить объем своих вложений в облигации и увеличить свои ставки по акциям. Возможности роста у акций менее ограничены, чем у облигаций, и если экономика вступит в период подъема, акции в это время поднимутся выше, чем облигации. Если же застой в экономике продолжится, сокращение краткосрочных процентных ставок может пойти гораздо дальше, чем ожидается в настоящее время, но

доллар также попадет под давление, так что кривая доходности, вероятно, станет более крутой. Следует помнить, что разрядка вызовет падение доллара по отношению к европейским валютам. Если продолжить операции с облигациями, необходимо держать ставку на понижение.

Вероятно, что мы нахолимся на пороге огромного бума на фондовом рынке. Промышленные компании страдали от сочетания несообразных цен и недостаточного спроса. Эти неблагоприятные условия привели к крупномасштабной реструктуризации корпоративной Америки. Многие компании были поглощены другими в результате поглощений и выкупов с привлечением заемных средств. Выжившим пришлось заткнуть пояс, избавиться от неприбыльных подразделений и сократить корпоративные накладные расходы. Продуктивность, скорее, сократилась, чем увеличилась, а рынок сосредоточился в руках меньшего количества игроков. Более низкий курс доллара в настоящий момент ослабит ценовое давление; и если будет наблюдаться некоторый подъем спроса, то он сразу скажется на итоговых прибылях. Сочетание более низких процентных ставок и более низкого темпа инфляции сделает данный уровень доходности более ценным. После периода, когда акции промышленных предприятий продавались со скидкой против своей ликвидационной стоимости*, мы можем снова вступить в период, когда они вновь будут продаваться с надбавкой, но прежде чем это произойдет, нам, вероятно, придется пережить еще одну волну поглощений предприятий, вызванную падением процентных ставок.

Конец фазы 1: воскресенье, 8 декабря 1985 г.

Сейчас, вероятно, стоило бы прервать эксперимент в реальном времени. Я увеличил до максимума объем своего участия на рынке во всех направлениях, а также объявил о своих намерениях постепенно, сохраняя благообразие, слезиться от облигаций к акциям. В настоящее время большая часть моих вложений на фондовом рынке сделана в форме индексных фьючерсов. С течением времени я должен буду попытаться разработать особые инвестиционные концепции относительно вложений на фондовом рынке, и результаты моей деятельности будут находиться во все

* Англ. breakup value. — Прим. ред.

Декабрь, 6, 1985

Декабрь, 6, 1985							
Дата		% изменение		Дата		% изменение	
закр. 12/6/85		ний после 11/22		закр. 12/6/85		ний после 11/22	
DM	2,5115	+2,1	S&P 500	212,02	+5,2		
Иена	202,10	-0,5	Казначейские облигации США	83 28 72	+3,7		
Фунт ст.	1,4425	-1,5	Евродоллар	92,33	+0,3		
Золото	322,30	-1,4	Сырая нефть Японские облигации	28,74	-7,0		
				99,21	+4,7		
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА							
Чистая стоимость активов на акцию		\$5 841		\$867 000 000			
Изменения по сравнению с 11/22/85		+3,0%		+33,4%			
Изменения по сравнению с 8/16/85							
Структура портфеля инвестир. (в млн. долл.)							
Инвестиционные ставки (1)	Чистые изменение (2)	Чистый объем вложенного участия (6)	Чистые изменение (2)				
Повышение	Понижение	После 11/22	После 11/22				
шение жеиие	шение жеиие	шение жеиие	шение жеиие				
Акции США	724	(72)	+71	Евр. валюта, основ. на DM	729	+61	
Индекс фьючерсы	368		+242	Япон. иена	826	-1	
Иностран.	271		+20	Фунт ст.	(119)	-32	
				Доллар США	(569)	-2	
Облигации (3)				Прочие валюты	33	-7	
Госуд. США	90		-15				
Краткоср. (4)	661		-308				
Долгосроч.	300		-54				
Японск. (5)							
Товарно-сырьевая продукция							
Нефть	(150)		+64				
Золото							

большей зависимости от истинности этих концепций. Продолжение подробного отчета о моей инвестиционной деятельности увенчалось бы нас слишком далеко от основного предмета эксперимента, а именно — от прогнозирования будущего Имперского Крута. Я продолжу ведение своего периодического дневника, но он будет служить целям контроля, а не формулировки предсказаний. Иными словами, я хочу "заморозить" свои сегодняшние взгляды на будущее Имперского Крута и представить их на испытание ходу собы-

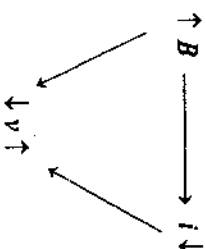
тий. Само собой разумеется, что я продолжу вносить те изменения в мой инвестиционный портфель, какие сочту нужными.

У меня сейчас имеется как никогда твердое убеждение относительно будущего хода событий, о чем свидетельствует и объем участия, который я был готов взять на себя. В начале эксперимента я сказал, что мой магический кристалл затуманивается при попытке усмотреть долгосрочную перспективу. Эксперимент внес заметные изменения: я теперь представляю себе относительно четкую картину будущего, и эта картина значительно отличается от заведомо пробных взглядов, с которых я начал. Я рассматривал Имперский Круг как временный выход из положения, внутреннее противоречия которого должны были привести к неустойчивости, и я был убежден в том, что проблемы, которые Имперскому Кругу удавалось подавить, проявятся после его распада с новой силой. В частности, Имперский Круг являлся искусственным продолжением периода роста кредита, когда американское правительство действовало в качестве "должника последней инстанции". Перестань Имперский Круг привлекать капитал из-за убежда во все возрастающих объемах, последний двигатель, стимулирующий экономику, заглох бы и сокращение кредита создало бы непереносимую ситуацию. Без значительного увеличения денежной массы груз задолженностей стал бы невыносимым; при значительном ее росте доллар перешел бы в свободное падение.

Я сейчас начинаю различать основные очертания другого временного решения, которое могло бы преодолеть дисбаланс, созданный Имперским Кругом, не вводя нас в очередную порочный круг. Решение состоит в том, чтобы переключиться в США с бюджетно-финансовой стимуляции экономики на монетарную и контролировать снижение доллара с помощью международного сотрудничества. Новая конструкция является практически полной противоположностью Имперскому Кругу. Более слабый доллар и пассивная экономика сопровождаются более низким объемом бюджетного дефицита и, что важно, более низкими процентными ставками. С помощью более слабого доллара цены смогут расти быстрее, чем раньше, делая изменение в реальных процентных ставках вместе с возможным ростом экспорта заменит бюджетный дефицит в качестве основной движущей силы экономики. Рост цен поможет противостоять эрозии ценности залогового обеспечения и воспрепятствует возникновению самоусиливающегося дефляционного процесса. В то же время координация экономической политики будет удерживать снижение доллара в опреде-

ленных границах, не давая, таким образом, начаться самоусиливающегося инфляционному процессу. Результатом стала бы наиболее стабильность за весь период, прошедший после распада Бреттонвудской системы.

Используя введенные ранее обозначения, мы можем обрисовать ключевое взаимоотношение во вновь возникшей ситуации следующим образом:



Эта картина куда проще, чем в случае Имперского Круга, поскольку обменные курсы валют стабилизированы. Степень снижения процентных ставок зависит от степени стимулирования, которое потребуются, чтобы удержать экономику от соскальзывания в депрессию.

Хотя новая конструкция практически полная противоположность Имперскому Кругу, между ними существует одно важное различие. Новая конструкция — запланированный результат скоординированной экономической политики, в то время как Имперский Круг был непреднамеренным последствием конфликтующих подходов к экономической политике. Имперский Круг был самоусиливающимся, пока не стал избыточным и готовым к полному повороту; обратный процесс также мог стать самоусиливающимся, если бы ход его не контролировался столь преднамеренно. Механизм контроля составляют, во-первых, управление обменными курсами, и, во-вторых, координация денежно-кредитной и бюджетно-финансовой политики.

Именно возникновение скоординированной экономической политики побудило меня изменить свои взгляды в ходе эксперимента. Я представлял себе возможность ее возникновения и подчеркивал различия между первой и второй рейтановскими административными. В течение трех месяцев эксперимента произошло несколько исторических событий, которые превратили чистую возможность в историческую реальность: встреча Группы Пяти, речь Бейкера в Сеуле, поправка Грама—Рудмана и саммит в Женеве.

Но наиболее интригует в новом экономическом нападении то, что реальные политические меры, из которых оно будет состоять, еще даже не сформулированы. Встреча Группы Пити — это лишь приверженность политике скоординированных обменных курсов, но не соглашение, какой же она должна быть; план Бейкера по международным задолженностям — это, конечно, не план, а лишь заявление о необходимости такого плана. Саммит мог положить начало новому этапу в отношениях между сверхдержавами, но он не дал никакого конкретного результата; а судьба поправки Грэмма—Рудмана сейчас, когда я это пишу, все еще не решена.

Реальную политику еще только предстоит сформулировать. Насколько далеко она зайдет — будет частично зависеть от прозорливости политиков, но в основном от давления необходимости. Необходимость может быть в этом контексте определена как требование сохранить единую финансовую и торговую систему; иными словами — предотвратить коллапс кредитования и загнать протекционизм в угол. Это определение дано наскоком: оно не исключает отдельных неплатежей или отдельных случаев введения торговых ограничений; основное здесь в том, что ни неплатежи, ни протекционизм не должны достигать той точки, когда они становятся самоусиливающимися.

Успех еще далеко не гарантирован. Опыт прошлого не воодушевляет. Похожие в чем-то обстоятельства привели к коллапсу как кредитования, так и международной торговли в 1930-х гг., но именно потому, что память о 1930-х гг. столь жива, надежда избежать подобных ошибок довольно сильна. Существует общее понимание в отношении некоторых целей экономической политики: контролируемое снижение курса доллара и скоординированное понижение процентных ставок. По другим вопросам — как сократить американский бюджетный дефицит и как стимулировать экономику стран-должников — понимание было достигнуто в меньшей степени. Достичь реальной координации усилий трудно даже при общем согласии о поставленных целях; например, Япония пришлось повысить процентные ставки, поскольку США были не в состоянии вовремя решить вопрос о бюджетном дефиците. Как же можно быть уверенным в том, что надлежащие действия будут предприняты в тех областях, где отсутствует даже общее согласие о целях?

Очевидно, что ситуация далеко не лишена риска и, как мы увидим, в ближайшем будущем риск будет наибольшим. Именно потому, что риск столь велик и серьезность его осознана, можно быть достаточно уверенным в том, что необходимые меры будут

приняты. Я не одинок в этом мнении: финансовые рынки со всей определенностью восприняли новый этап в политике. Подъем котировок облигаций и акций благотворно сказывается в двух областях: он побуждает власти следовать принятому ими курсу и повышает шансы на успех. Например, сила рынка облигаций расширяет свободу действий Федерального Резерва в понижении процентных ставок. Мы имеем дело с рефлексивным процессом, в котором направление экономического политики и направление развития на финансовых рынках взаимно усиливают друг друга.

Именно реакция финансовых рынков дала мне смелость сделать объем своего участия столь значительным. Следует напомнить, что в случае с валютами, когда изменения в тренде были еще очень неопределенными, я следовал более пробному подходу, а когда рынок двинулся против меня, я был на волоске от того, чтобы полностью сократить свои ставки. На практике эксперимент в реальном времени был инструментом, который помог мне остаться на своих прежних позициях, поскольку четкая формулировка моих идей усиливала мою убежденность. Успех на рынке еще более усилил мою убежденность в собственной способности предсказывать ход событий. 1985 год представлялся голом небольшого успеха для Квантум Фонда: более чем 100%-й рост в течение года — это головокружительно. Мне следует быть осторожным. Использование концепции рефлексивности для предсказания будущего хода событий само является рефлексивным процессом, а большой успех часто предвещает большую неудачу. Из эксперимента ясно, что мои восприятия являются неполными и должны корректироваться ходом событий. Если я начну целиком полагаться на свои более долговременные прогнозы — или, того хуже, разглашу их, — я могу обречь себя на полный провал. Именно этой опасностью я и хочу избежать. Интересно будет посмотреть на контрольном этапе эксперимента, что останется от моего текущего плана игры.

В действительности же значительное увеличение объема операций в рамках действующих правил куда менее опасно, чем попытки предугадать результат политики, которая еще только формируется. Сам факт того, что предпринимается попытка обрести контроль над мировой экономикой, достаточен, чтобы вызывать подъем на финансовых рынках. Даже если надежды не исполнятся, прежде чем неудача станет очевидной, должно пройти время; таким образом, сама попытка скоординировать экономическую политику должна оказаться достаточной, чтобы поддержать существующий подъем в течение какого-то времени. Итоговый ре-

зультат — совершенно другой вопрос. Никто не застрахован от того, что рыночные ожидания не будут оправданы. Я не должен позволить моей уверенности в "бычьем" рынке повлиять на мою оценку положения дел в реальном мире. Я настолько поглощен рынком, что нахожу трудным поддерживать необходимую перспективу.

Я пытаюсь определить будущее Имперского Круга двумя различными способами: один состоит в том, чтобы определить "тезис", на котором основан современный подъем на рынке, и оценить его шансы на успех; второй — в том, чтобы определить место текущего момента в рамках теоретической модели расширения и сокращения кредита, которую я пытаюсь сформулировать. В обоих подходах используется концепция рефлексивности, но первый подход больше связан с рефлексивностью, внутренне присущей финансовым рынкам, в то время как второй стремится использовать рефлексивную связь между кредитом и ценностью залогового обеспечения. Стоит ли говорить, что я чувствую себя более уверенно при применении первого подхода.

Я полагаю, что рынок пришел к заключению о том, что экономика фундаментально слаба и что инфляция отсутствует. Краткий подъем циклических акций в начале лета иссяк, а достигнутые тогда высокие котировки так и не были превышены. Этот подъем был основан на ошибочном ожидании неизбежного оживления экономики и был очень узким: в то время как циклические акции росли, в остальных секторах рынка наблюдалось падение. За этим последовал общий спад на рынке, который был смягчен в результате операций по поглощению компаний и перевыкупу акций. Произошли также новые понижения котировок на товарно-сырьевом рынке, и в текущем процессе восстановления этот рынок отстает. Металлы, в частности, по отношению к валютам выглядели очень слабыми.

Современный подъем на фондовом рынке имеет намного более солидную основу, чем недавнее трепыхание циклических; он следует по пятам за подъемом на рынке облигаций, а ему предшествовало падение курса доллара. Очевидно, рынки делают скидку на спад в экономике. Вопрос о том, будет ли спад усиливаться, остается открытым. Экономисты почти единодушно исключают депрессию, но рынки акций и облигаций ведут себя так, словно она уже совершившийся факт: котировки акций поднимаются, поскольку инвесторы забегают вперед. Возможно, что замедление предыдущего года заменило собой депрессию; если это не так, то следует ожидать некоторого дальнейшего ослабления. В любом

случае ход событий является весьма необычным и инвесторы были застигнуты врасплох: нет ни одного из технических индикаторов, которые обычно сигнализируют о значительном подъеме на фондовом рынке. 27 ноября передовая статья в Уолл Стрит джорнел, озаглавленная "Странный подъем", осветила этот факт.

После второй мировой войны каждой депрессии предшествовало ужесточение Федеральным Резервом денежно-кредитной политики, вызывающее в определенной точке инвертирование кривой доходности. Инвертирование кривой доходности предшествовало краткому подъему летом 1982 г., но с тех пор мы не наблюдали инвертирования этой кривой. Объяснение текущего хода событий следует искать в чем-то другом. И здесь мы можем использовать второй подход, основанный на моей гипотезе о кредитном цикле.

Следует напомнить, что я считаю рефлексивным взаимодействием между актом предоставления займа и ценностью залогового обеспечения, которое служит гарантией займа. Только нетто-часть новых займов действует как стимулятор, расширяя возможности заемщиков по обслуживанию их задолженностей. По мере роста общего объема невыплаченных задолженностей на обслуживание расходуется все большая доля новых займов, и для того, чтобы стимулирующий эффект кредитования сохранялся, объем кредита должен возрастать экспоненциально. В конце концов рост кредитов должен замедлиться, что окажет негативное влияние на ценность залогового обеспечения. Если залоговое обеспечение было полностью использовано, падение его ценности ускоряет дальнейшую ликвидацию кредита, приводя к возникновению типичной последовательности подъем-спад.

Используя эту модель, я утверждаю, что послевоенный период роста кредита завершился, и в том, что касается реальной экономики, мы находимся сейчас в периоде сокращения кредита. Все предыдущие послевоенные спады происходили во время фазы роста кредита, вот почему они должны были быть спровоцированы жесткими денежно-кредитными мерами. Сейчас же мы находимся в фазе сокращения кредита, когда провоцировать замедление нет необходимости: при отсутствии новых стимулов, таких, как распухший бюджетный дефицит, эрозия ценности залогового обеспечения делает свое дело.

Проблема заключается в том, что реальная жизнь не так проста, как модель, с которой я работал. В частности, переход от роста к сокращению кредита не происходит в одно мгновение, поскольку это вызвало бы его схлопывание, а власти полны ре-

шимости этого не допустить. Вмешательство официальных органов усложняет вопрос. Поворотная точка не достигается единовременно; вместо этого каждый из различных элементов кредитной структуры следует собственному расписанию. Чтобы определить, где же именно в пределах кредитного цикла мы сейчас находимся, необходимо разделить процесс на составные части и отдельно рассмотреть все основные элементы кредитной системы.

Этот подход показывает, что 1982 г. был поворотной точкой для стран со значительными задолженностями, 1984 г. — поворотной точкой для американских финансовых институтов, а 1986 г. — для дефицита государственного бюджета США. Сокращение кредита в менее развитых странах, вероятно, достигло своего пика в 1984 г.; перепроизводство товарно-сырьевой продукции стало в значительной степени следствием процесса приспособления. Процесс приспособления в американских банках и ссудо-сберегательных институтах только недавно начал оказывать влияние на оценку залогового обеспечения в области недвижимости, земельных операций, транспорта и нефтяной промышленности. Сокращение бюджетного дефицита еще не началось, и ожидается, что последние его будут полностью нейтрализованы сокращением процентных ставок. Как собрать из кусков эту головоломку, если в нее необходимо включить еще два важных фрагмента: манино слияния компаний и потребительские расходы.

Выкуп компаний с привлечением заемных средств и другие проявления манино слияния являются огромными потребителями кредита, но, как правило, производят и соответствующие объемы ликвидных активов. С поверхностной точки зрения представляется, что они ведут к росту кредита, но на практике они полностью всраиваются в фазу сокращения кредитного цикла: они увеличивают общий объем задолженностей, не стимулируя экономику. Движение денег используется для обслуживания займов, а не для покупки физических активов; распространяя активы оказывает давление на стоимость залогового обеспечения, понижая ее; а продажа бросовых облигаций, как правило, делает кривую доходности еще более крутой: итоговое воздействие на экономику является скорее депрессивным, чем стимулирующим.

Потребительские расходы — это великое неизвестное. Потребительские задолженности стабильно росли в течение многих лет, и сроки выплат растягивались до того предела, когда трудно уже представить себе, как они могут быть растянуты еще больше. До недавнего времени дома можно было купить, внося первый взнос в размере 5% их стоимости, а автомобильные займы можно было

выплачивать в течение 5 лет. Невыплаты потребительских займов повешее возросли в течение 1985 г., но одновременный спад процентных ставок и курса доллара должен облегчить ситуацию. Послужат ли эти изменения лишь тому, чтобы сдерживать проблему невыплаты задолженностей, или они будут стимулировать новый спрос? Это основной вопрос, от ответа на который зависит картина ближайшего будущего.

Если потребительские расходы останутся вялыми, “бычий” рынок облигаций и акций может стать должителем; фактически мы столкнемся с одним из величайших за все время “бычьих” рынков. Рост нормы сбережений внутри страны смог бы противостоять сокращению притока иностранного капитала, что позволило бы снизить процентные ставки вместо понижения курса доллара. И то, и другое имело бы положительный эффект для фондового рынка. Более низкие процентные ставки повысили бы ценность существующего уровня доходов, а более низкий курс доллара увеличил бы уровень доходов, умерив ценовое давление со стороны импортируемых товаров. В вялой экономике стоимость рабочей силы оставалась бы заниженной. Под угрозой не-благоприятных экономических условий и корпоративных поглощений управляющие компаний перегруппировали активы и сократили накладные расходы; по мере улучшения условий полученные выгоды пойдут напрямую в итоговый счет прибылей и убытков. По мере снижения процентных ставок произойдет последний всплеск поглощений и выкупов контрольных пакетов с привлечением заемных средств, во время которого могут совершаться и сделки по завышенным ценам; но недавние события делают прошлые приобретения более жизнеспособными, и сделки, которые могли казаться необоснованными на момент их заключения, сейчас выглядят более здравыми. В конечном итоге рост котировок акций должен сделать выкуп с использованием займов нерентабельным, а процесс слияния компаний должен иссякнуть. Это изменение было бы очень позитивным для реальной экономики, поскольку оно увеличило бы привлекательность вложений в физические активы, стимулируя не только спрос, но и предложение. Если мы достигнем этой точки, наша экономика будет в более здоровом состоянии, чем в последнее время. Подъем может в итоге выйти из-под контроля и привести к масштабному краху, но прежде, чем мы достигнем этой точки, цены на акции должны сильно подняться. Это аргумент в пользу покупки акций на сегодняшний момент.

С другой стороны, если потребительские расходы под влиянием пониженных процентных ставок возрастут, подьем на финансовых рынках будет краткосрочным и реальная экономика, вероятно, будет развиваться по модели "стой-пошел", знакомой нам на примере Великобритании. При отсутствии надлежащего уровня внутренних сбережений и инвестиций избыток и кредита, и потребности должен будет компенсироваться из-за рубежа, и мы вновь вернемся к ситуации, которая сложилась к концу Имперского Крута, — либо мы поднимем процентные ставки, вновь запустя Имперский Крут и подвергая ухудшению внутреннюю экономику, либо мы печатаем деньги, давая начало движению в обратном направлении и развитию порочного крута.

Реальность, вероятно, остановится где-то между этими крайними точками, но само по себе это утверждение мало что значит, поскольку эти крайние точки открывают практически бесконечный спектр возможностей. Я ничуть не лучше способен предсказывать поведение потребителя, чем в начале нашего эксперимента. Все, что я могу сделать, — это оценить последствия различных альтернатив.

Можно заметить, что период заниженных потребительских расходов может многое сделать для исправления ситуации в последних двух основных областях с избыточным кредитованием. С ростом котировок манящего слияния компаний выдохнется, а чрезмерные потребительские задолженности будут скорректированы по мере роста нормы сбережений и по мере того, как замодальцы начнут опираться на более жесткие критерии. По истечении некоего времени созреют условия для более сбалансированного роста.

Когда идет процесс корректировки накопленных за прошедший период перегибов, всегда наступает момент наибольшего риска. То же самое происходит и сейчас. Уже произошло довольно много маленьких катастроф: за крахом ЕРПС последовали крах и других компаний, привлекающих средства под вложения в недвижимость; акции Федеральной корпорации по страхованию сбережений и займов и фермерской кредитной системы со всеми их горестями были выпущены на рынок; Международный совет по олову не смог выполнить своих обязательств, — торговля оловом на Лондонской бирже металлов была приостановлена, и мно-

гие торговцы металлом выходят из бизнеса; крупнейшая японская транспортная компания разорилась; совсем недавно Сингапурская фондовая биржа вынуждена была закрыться на несколько дней; очевидно, что в будущем следует ожидать дальнейших событий. Мы стоим перед лицом по меньшей мере двух шоков, размах которых превышает все, с чем нам до сих пор приходилось сталкиваться. Один из них связан с нефтью, другой — с международными задолженностями.

Коллапс цен на нефть является лишь вопросом времени. Единжды начавшись, он уже не остановится по собственной воле. Большинство стран действуют на основе извращенной кривой предложения: чем ниже цены на нефть, тем большие объемы им надо продать для удовлетворения своих потребностей. Предоставленная самой себе цена на нефть может временно упасть ниже 10 долл., но она не будет предоставляема самой себе. Для защиты внутреннего производства она должна поддерживаться на уровне не ниже 22 долл., иначе убытки превысят возможности банков по их абсорбции. Я склонен ожидать применения каких-то протекционистских мер, которые, возможно, будут распространены на Мексику и Канаду. Интересно, как будут защищены нефтедобывающие компании Северного моря? Эту проблему Европейскому экономическому сообществу нелегко будет разрешить. То, как она будет разрешена, может определить будущее Общего рынка.

Проблема международных задолженностей никуда не исчезла. Фактически задолженности менее развитых стран продолжали расти, хотя некоторым из них удалось улучшить свой коэффициент покрытия задолженностей. Отток ресурсов, по-видимому, достиг своего пика в 1984 г., а когда страны-должники требуют восстановления нормального уровня цен в своей экономике, объем оттока ресурсов начинает спадать. Сложность коллективной системы займов нарушилась. Набег на Южную Африку, в частности, забил клин между американскими и европейскими банками. В США интересы банков — денежных центров и региональных банков разошлись. План Бейкера пролемонстрировал признание этой проблемы, но он еще очень далек от ее разрешения. Пока проблемы не будут разрешены, система будет по-прежнему приводить к несчастным случаям, хотя неясно, где может произойти следующая катастрофа. Банковская система сейчас является достаточно сильной, чтобы пережить единственный шок; опасность в том, что несколько шоков могут совпасть.

Существует еще и третья опасность, которая будет развиваться по мере того, как подьем на фондовом рынке набирает силу: опас-

ность краха фондового рынка. В настоящий момент участники этого рынка все еще хорошо осознают существующие проблемы и поэтому стремятся поддерживать наиболее ликвидных активов. Но по самой своей природе бум привлекает все возрастающие объемы кредитов. Если финансовый шок наступает, когда многие участники фондового рынка слишком перенапряжены, то ликвидация гарантийных биржевых взносов может вызвать схлопывание фондовых цен. Мы сейчас находимся далеко от этого этапа: в настоящее время внезапный финансовый шок, например банкротство еще одного банка, смог бы вызвать короткий, хотя и сильный спад котировок, но рынок оправился бы от удара. "Бычий" рынок, как правило, переживает много подобных спадов, пока участники не перестают их опасаться. Именно тогда-то и надо ждать краха.

Финансовая система подверглась серьезным испытаниям и они еще не кончились. Это факт, что система выжила, а текущие изменения в экономическом управлении повышают шансы на то, что она будет выживать и дальше. Процесс сокращения кредита шел до сих пор без резкого спада, и теперь можно видеть пути его завершения без спада, хотя и ценой более продолжительного периода роста, идущего ниже норм.

Рост, идущий ниже норм, весьма нежелателен по определению, но он может вполне отвечать политическим целям сегодняшней администрации. Давно уже признано, что ситуация, когда товары и услуги доступны, более благоприятна для владельцев капитала, чем условия, в которых ресурсы полностью задействованы. Не только более крупная часть национального продукта накапливается в руках владельцев капитала, но также и предприниматели получают намного большую свободу действий. Это, очевидно, и происходит сегодня. Возможны управления государством, находясь в руках людей, которые верят в свободное предпринимательство и поощряют его в максимально возможной степени или даже выходят за пределы.

Между прочим, и Япония наша привлекательным расширением своей экономики со скоростными заведомо меньшими ее тенденциями, однако — по совсем другим причинам. Япония хочет стать ведущей силой в мире, и способ, которым она достигает этого статуса, заключается не в поощрении внутреннего потребления, а в поддержании высокой нормы внутренних сбережений, которые она использует прежде всего для подъема производительности внутри страны, а также для приобретения активов за рубежом. Под американским давлением Япония согласилась поднать

курс своей валюты, но она изменит свою внутреннюю экономическую политику лишь в той степени, в какой это нужно для поддержания цены.

Одна из наиболее важных причин ожидать, что экономический рост останется вялым, заключается в том, что такой рост отвечает политическим целям этих двух ведущих стран. Ситуация, которая идет, видимо, на смену Имперскому Кругу, заслуживает того, чтобы назвать ее Золотым Веком Капитализма.

Трудно поверить, что золотые дни капитализма смогут вернуться снова. В конце концов, необходимая свобода предпринимательства в прошлом привела к ужасающим результатам. Должны ли мы вновь пережить то же самое? Надеюсь, что нет. Вероятно, мы все же научились чему-то на своих ошибках.

Фатальный изъян свободной рыночной системы — ее внутренняя нестабильность. Вера в то, что финансовые рынки являются саморегулирующимися, попросту ложна. К счастью, секретарь Бейкер сознает этот факт, и администрация начала проводить политику активного экономического лидерства после того, как он взял Казначейство под свое управление. Несомненно, что не политика *laissez-faire* привела нас на порог нового золотого века капитализма, а скоординированная экономическая политика, разработанная для того, чтобы противостоять перегибам свободной рыночной системы. Но нам еще предстоит убедиться в том, насколько хорошо мы усвоили уроки прошлого.

В любом случае, благодеяния нового золотого века распределяются далеко не поровну. В самой природе капитализма заключена необходимость того, чтобы разрыв между выигравшими и проигравшими был довольно широким. Обширные слои населения, особенно те, кто работает в области финансов, технологий, сервиса и обороны, процветают. Остальные, особенно в более старых отраслях промышленности, прозябают. Финансовые сделки приносят целые состояния, а держатели акций получают большую власть, чем когда-либо за последние 50 лет; в то же время банкротства также достигли наивысшего показателя за последние 50 лет как по объему, так и по числу. Страны-должники потянули в депрессию, и целый континент — Африка — голодает; в то же самое время Китай с максимальной быстротой переходит к свободной рыночной системе, а Советский Союз находится на грани того, чтобы двинуться в том же направлении, хотя и более осторожно.

Почему рейтинговой администрации удалось столь успешно достигать своих целей, остается гипнотизирующей загадкой. Во всех своих

Декабрь, 9, 1985					
Дата закрытия	% изменения после	Дата закрытия	% изменения после		
12/9/85	12/6	12/9/85	12/6		
DM	2,5345	-0,9	S&P 500	204,25	-3,7
Иена	203,55	-0,7	Казначейские облигации США	82 1/32	-1,6
Фунт ст.	1,4575	+1,0	Евродоллар	91,87	-0,5
Золото	316,20	-1,9	Сырая нефть Японские облигации	27,51	-4,3
				97,00	-2,2
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$890 000 000			
Изменения по сравнению с 12/6/85		+\$5 998			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+2,7%			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+37,0%			
Структура портфеля инвестиционный (в млн. долл.)					
Инвестиционные ставки (1)	Чистые изменения (2)	Чистый объем вложений (2)	Чистые изменения (2)		
Повышение	Понижение	Повышение	Понижение		
12/6	12/6	12/6	12/6		
Акции США	739	(66)	+21	Евр. валюты, основ. на DM	693
Индекс. фончерсы	277	-91	Япон. нена	828	(115)
Иностран.	270	-1	Фунт ст.	(516)	+53
Облигации (3)			Доллар США		
Госуд. США	90	+56	Прочие валюты	45	+12
Краткосроч.	717	-47			
Долгосроч.	253				
Японск. (5)					
Товарно-сырьевая продукция					
Нефть	(157)	-7			
Золото					

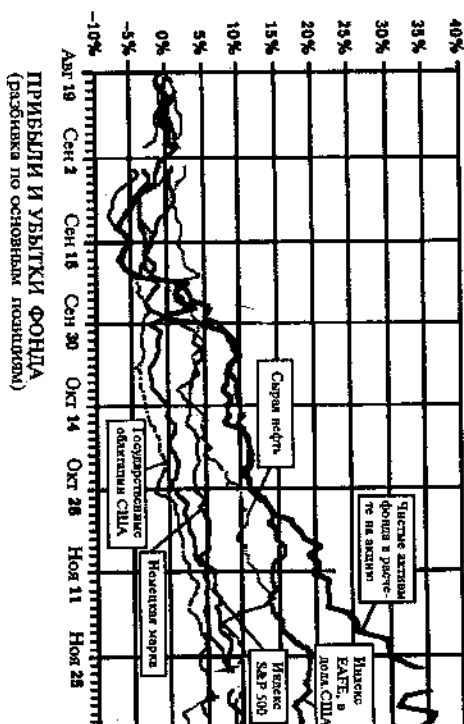
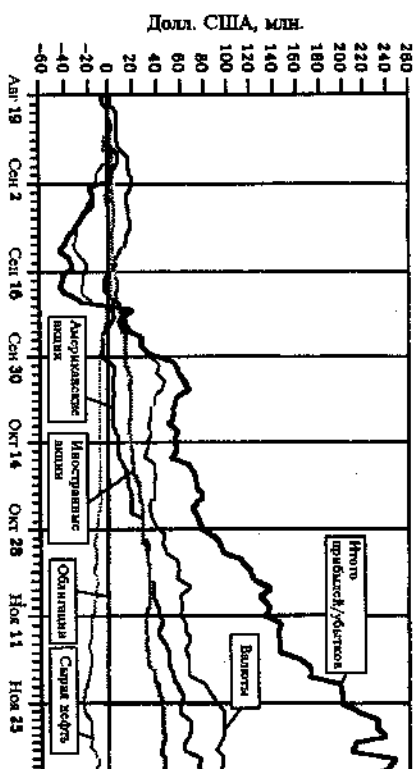
целях и намерениях демократам пришлось стать партией проигравших, как это показал и тот факт, что именно демократы в Конгрессе голосуют за протекционизм, в то время как президент Рейган с неоспоримым даром внушения заставил американцев чувствовать себя победителями. Но подъем настроений был достигнут ценой значительного ухудшения реальных условий, что выразилось в нашем национальном долге.

Откровенно говоря, я был удивлен жизненной силой воскрешенного капитализма. Я считал Имперский Крут лишь временным состоянием, которое должно было привести к краху. Наблюдая, как это место заняла новая ситуация, которую можно назвать Золотым Веком Капитализма, я должен признать высокую приспособляемость системы и ее способность к выживанию. Нам еще предстоит увидеть, смогут ли политики справиться с ее слабостями: с внутренней нестабильностью финансовых рынков и с беззакониями, возникающими на почве этой нестабильности.

P.S. Вечер, понедельник 9 декабря 1985 г.

Я решил перенести на будущее дату перехода от облигаций к акциям. Я частично нахожусь под влиянием перспектив "величайшего бычьего рынка", которую я только что описал, а частично — под влиянием более практических соображений. Сокращение учетных ставок не обязательно должно последовать сразу же за принятием поправки Грама—Рудмана. Рынки держатся твердо, а Федеральный Резерв ведет себя осторожно. Статистические показатели за декабрь можно считать довольно неплохими — частично поскольку предпроектный сезон покупок влился в меньшее число дней, а частично потому, что до конца этого года еще могут быть отданы приказы об инвестиционных вложениях, направленных на то, чтобы обойти изменения в налоговом законодательстве. Ближайшие прогнозные индикаторы также могут быть весьма привлекательными, поскольку они включают в себя котировки акций и объем денежной массы. В этих обстоятельствах облигации могут стать узкими, а акции могут получить лучшие перспективы для роста. Идея, которую я только что сформулировал, начинается проникать в сознание инвесторов, хотя осторожность все еще преобладает. Концепция является сезонно сильным периодом: вероятно, мы увидим несколько фейерверков в течение ближайших 4—5 недель.

ЧИСТЫЕ АКТИВЫ ФОНДА В РАСЧЕТЕ НА АКЦИЮ

Распределение по различным рынкам
Фаза I: с 8/19 по 12/8 1985 г.ПРИБЫЛИ И УБЫТКИ ФОНДА
(расбики по основным позициям)

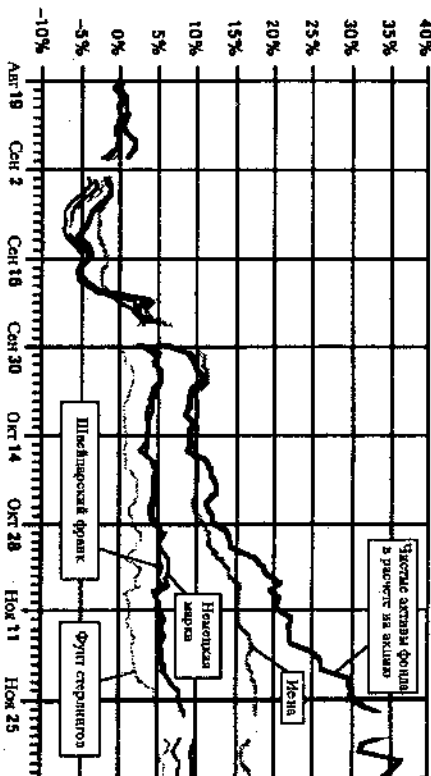
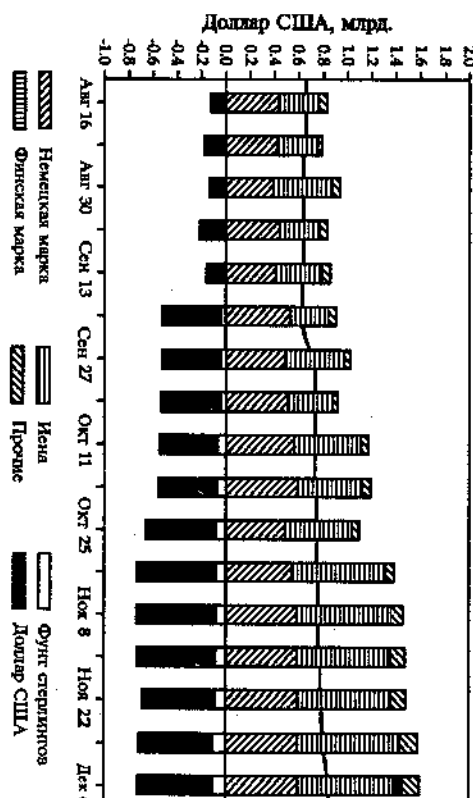
Примечания:

- (1) Все котировки рассчитаны на основе процентного изменения в сравнении с первым представленным днем.
- (2) EAFE — индекс фирмы Морган Стенди международных капитал*, основанный на котировках фондовых рынков Европы, Австралии и бирж Дальнего Востока (Европеа, Австралия и Far East) в долларах США.
- (3) В качестве цен на нефть и на государственные облигации указываются цены закрытия ближайших фьючерсных контрактов.
- (4) Прибыли и убытки по валютам включают только форвардные и фьючерсные контракты. Прибыли и убытки по иностранным акциям указывают объем валюты, приобретенной или потерянной в результате операции.

* Текст сноски см. стр. 223. — Прим. ред.

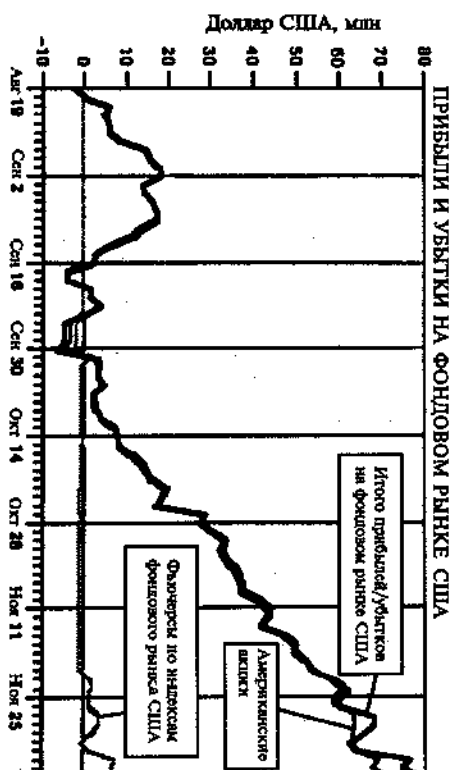
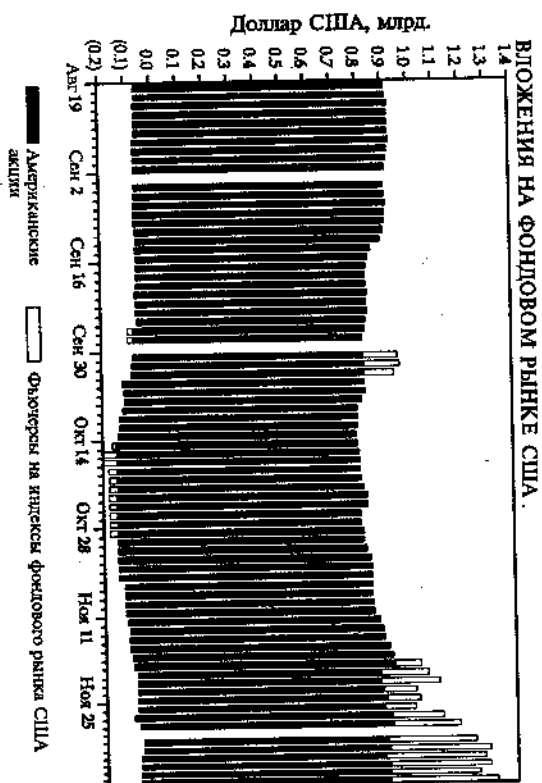
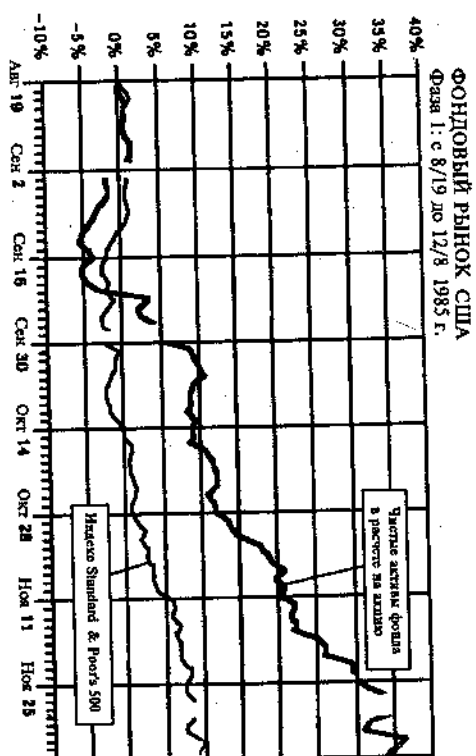
КОТИРОВКИ ВАЛЮТ

Фаза I: с 8/19 по 12/8 1985 г.

НЕТТО-ОБЪЕМ УЧАСТИЯ В ВАЛЮТНЫХ ОПЕРАЦИЯХ
(Данные отражают объем капитала фонда)

Примечания:

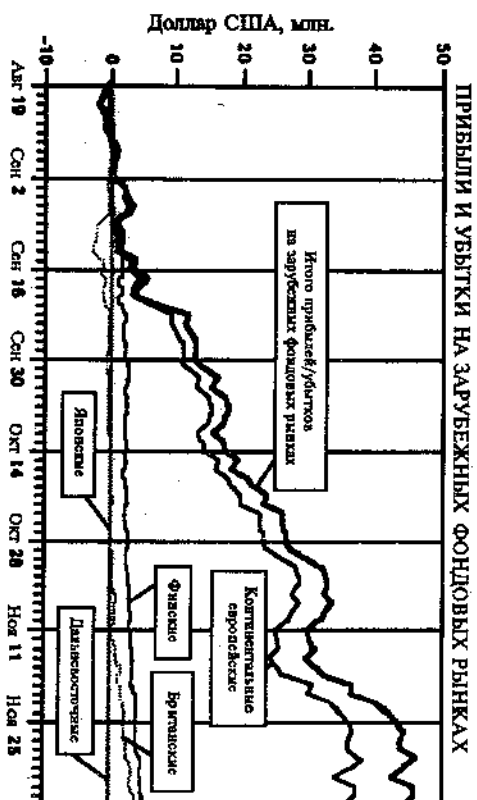
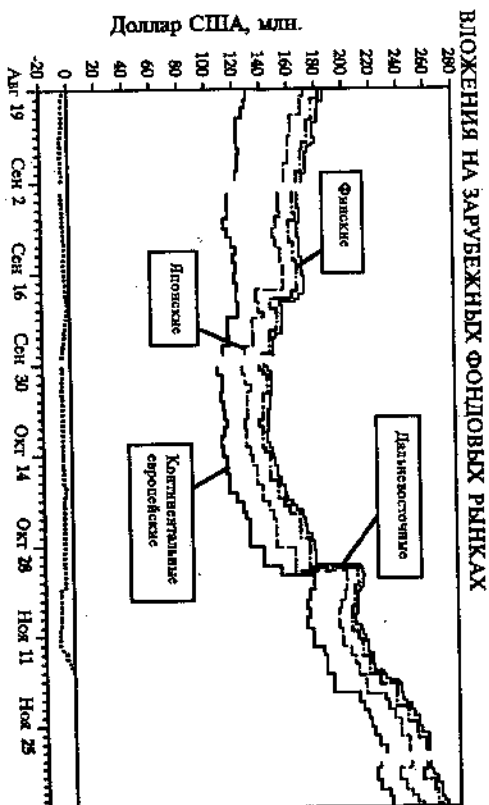
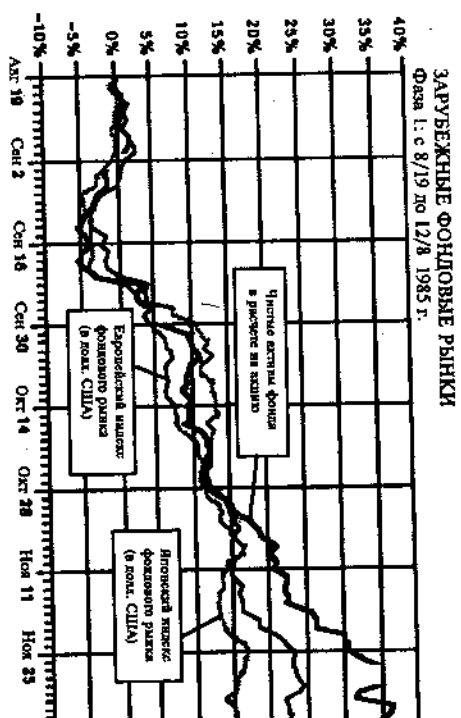
- (1) Все котировки в долл. США рассчитаны на основе процентного изменения в сравнении с первым представленным днем. Используются цены закрытия Нью-Йоркской биржи.
- (2) Нето-объем участия в валютных операциях включает акции, облигации, фьючерсы, форвардные контракты, наличность, гарантированные взносы и равен общему суммарному капиталу фонда. Отрицательные показатели в долларах США отражают сумму, на которую участие в валютных операциях превышает общий суммарный капитал фонда.
- (3) Объем участия в валютных операциях показан на конец недели.



Примечание:

(1) Итоговые прибыли и убытки на фондовом рынке США включают вложения в акции и фьючерсы на индексы.

* Morgan Stanley International Capital — дочерняя фирма группы Morgan Stanley Group (США), находящаяся в Базеле (Швейцария). Фирма отслеживает около 3000 крупнейших компаний более чем в 20 странах мира. Ее продукция — обзоры, рейтинги, индексы и т.п. См., например, рейтинг 1000 крупнейших компаний мира по их рыночной стоимости; Business Week, International Edition, July 10, 1995, p.52 и след. — *Прим. ред.*

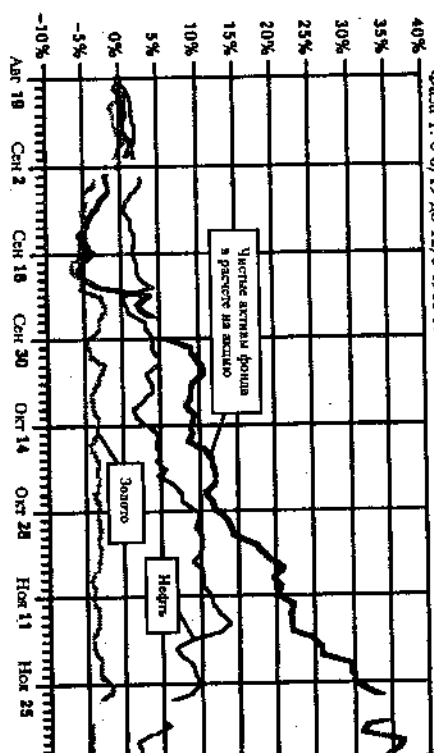


Примечания:

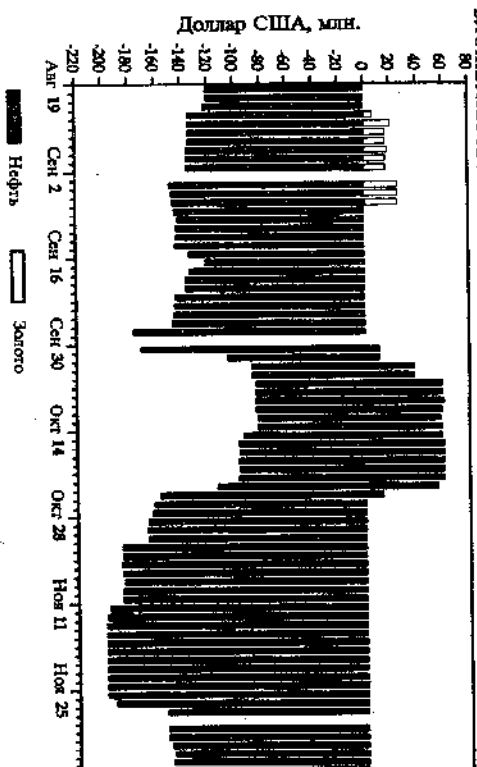
- (1) Итоговые прибыли и убытки на зарубежных фондовых рынках включают прибыли и убытки по ставкам на зарубежных фондовых рынках.
- (2) Дальневосточные ставки включают Гонконг, Корею, Тайвань, Австралию и Таиланд.

КОТИРОВКИ ТОВАРНО-СЫРЬЕВОГО РЫНКА

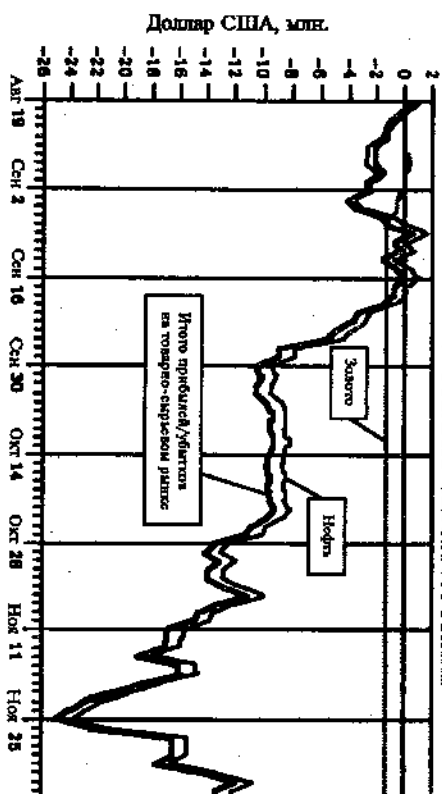
Фиг. 1: с 8/19 по 12/8 1985 г.

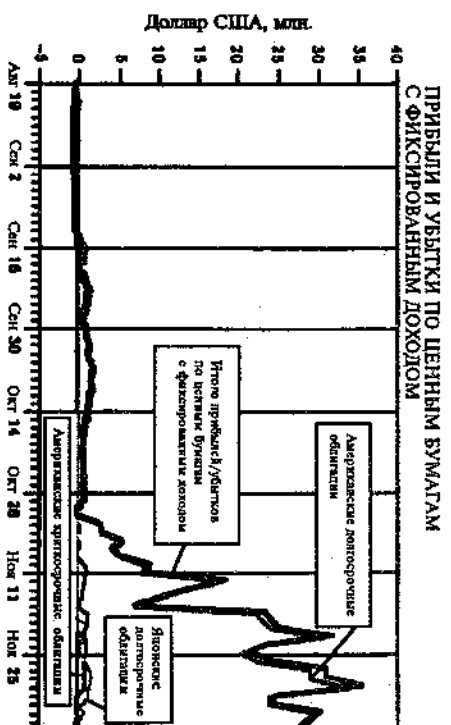
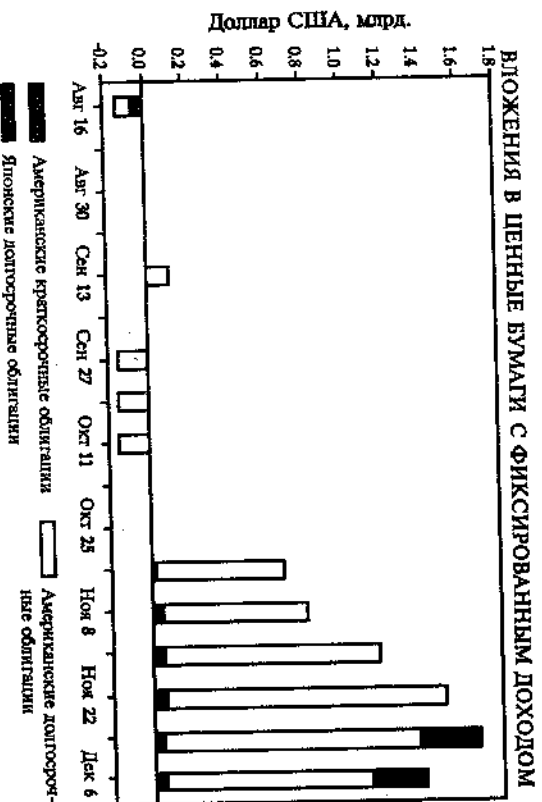
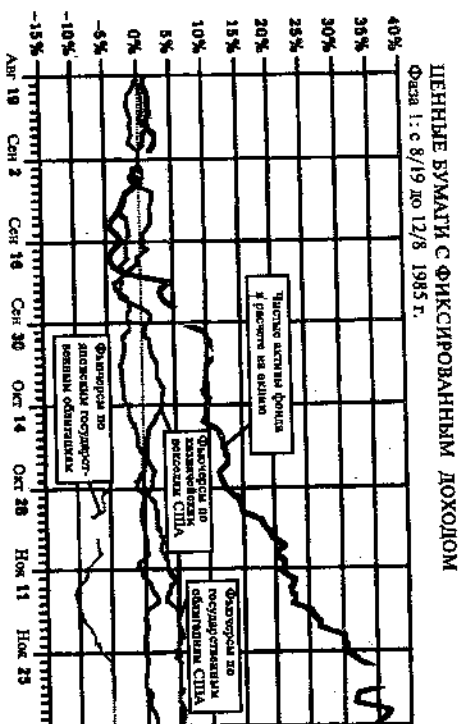


ВЛОЖЕНИЯ НА ТОВАРНО-СЫРЬЕВОМ РЫНКЕ



ПРИВЫЛИ И УБЫТКИ НА ТОВАРНО-СЫРЬЕВОМ РЫНКЕ





Примечания:

- (1) Ставки по американским краткосрочным облигациям и итоговые прибыли/убытки включают казначейские векселя, фьючерсы на казначейские векселя и евродоллары и казначейские облигации сроком до двух лет.
- (2) Все государственные облигации США выражены через общий эквивалент 30-летних государственных облигаций. Основой для перевода является влияние данного изменения доходности на котировки. Например, 4-годовые казначейские обязательства номинальной стоимостью 100 млн. долл. эквивалентны по рыночной стоимости 30-летним государственным облигациям номинальной стоимостью 28,5 млн. долл.
- (3) Фьючерсы на японские государственные облигации значительно менее подвержены ценовой изменчивости, чем государственные облигации США. Например, на 30 июня 1986 г. японские государственные облигации номинальной стоимостью 100 млн. долл. имели тот же показатель изменчивости котировок, что и 30-летние государственные облигации США номинальной стоимостью примерно 60,2 млн. долл. Мы не учитывали эту разницу.
- (4) Ставки показаны на конец недели.

12. Контрольный период: январь 1986 г. — июль 1986 г.*

Суббота, 11 января 1986 г.**

Рынки акций и облигаций пережили неприятный спад, заставивший меня врасплох. На момент истечения срока декабрьских фьючерсов я сделал объем своего участия на фондовом рынке максимальным — что совпало с временным пиком на рынке — и я не избавился от своих ставок на облигации. Вследствие этого в момент спада объем моих вложений как в облигации, так и в акции, был максимальным. Когда произошел спад, я делал идею сокращения своих ставок по облигациям наполовину и действительно продал их на сумму около 100 млн. долл., но не считал, что должен следовать за спадом. Затем я, преждевременно выкупил те облигации, которые я продал. Только в валютах и в европейских акциях я правильно вел операции. Я сократил свои избыточные ставки в валютах в момент временно высокого курса, так что теперь в иностранные валюты вложен только собственный капитал фонда — я делаю ставку на понижение фунта стерлингов против немецкой марки, — но без привлечения заемных средств. В момент повышения я также провел продажи на зарубежных фондовых рынках, так что общий объем моих вложений в операции на рынке остался стабильным, невзирая на рост котировок.

Как обычно, спад был вызван комбинацией различных факторов. Наиболее важным был позитивный отчет о показателях заня-

* Эта глава включена в книгу в основном из-за ее документальной ценности. В ней довольно много повторов. Читателю, которого не очень интересуют мои макроэкономические манипуляции, рекомендуется обратиться к стр. 274. — *Прим. авт.*

** Схемы, иллюстрирующие состояние и результаты деятельности Квантума Фонда с 9 декабря 1985 г. до 31 марта 1986 г., идут после стр. 243. Расшифровка заключенных в скобки численных обозначений от (1) до (6), которые используются в таблицах, включенных в дневниковые записи, приводится на стр. 175—176. — *Прим. авт.*

Контрольный период: январь 1986 г. — июль 1986 г. 231

Январь, 10, 1986					
Дата закр 1/10/86			% изме- ний после 12/9		
DM	2,4675	+2,6	S&P 500	205,96	+0,8
Йена	202,45	+0,5	Канадские		
Фунт ст.	1,4880	+2,1	облигации США	83 04/32	+0,8
Золото	341,70	+8,1	Евродоллар	91,85	0
			Сырая нефть	25,79	-6,3
			Японские		
			облигации	98,55	+1,6
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Нето-стоимость активов на акцию		\$942 000 000			
Изменения по сравнению с 12/9/85		+\$6 350			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+5,9%			
		+45,6%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия	Чистые измене- ния (2)		
	Повы- Пони- шение жение	12/9 (6)	Повы- Пони- шение жение	12/9	
Акции	1 011 (65)	+273	Евр. валюта, основ. на DM	609	-84
США			Япон. йена	612	-216
Индекс. фьючерсы Иностран.	717 318	+440 +48	Фунт ст. Доллар США	(278) (1)	-163
Облигации(3)			Прочие		+515
Госуд. США		-90	Валюта	21	-24
Краткоср.(4)	958	+241			
Долгосроч.	259	+6			
Японск.(5)					
Товарно- сырьевая продукция					
Нефть	(224)	-67			
Золото					

тости, который убедили рынок в том, что не ожидается сокращения учетных ставок. Меры, принятые против Ливии, также вызвали беспокойство — циркулировали различные неподтвержденные слухи, что арабы продают акции, облигации и доллары. Я использовал один из этих слухов для того, чтобы продать свою валюту. На фондовый рынок также, вероятно, подействовало введение требований по внесению гарантийных взносов под операции с бросовыми облигациями. В пятницу днем, через два дня после первоначального спада, рынок облигаций перешел через важную

точку сопоставления, 9,5%-я доходность по 30-летним облигациям, невзирая на беспокойства в связи с конституционностью поправки Грамма—Рудмана.

Столь чувствительным к этим изменениям рынок сделала эйфорию, существовавшую в тот момент, когда они произошли. К сожалению, я также был ею охвачен. Вот почему падение застало меня при моем полном участии. Я рассматриваю сегодняшний эпизод как типичную коррекцию на "бычьем" рынке. Ее серьезность — 5%-е падение индексов фьючерсов за пару часов — показывает, что может случиться, когда "бычий" рынок станет более масштабным, если, конечно, это произойдет.

Как правило, подъем на фондовом рынке проходит через несколько испытаний, так что рынок начинает считаться неуязвимым, и только тогда рынок созревает для наступления спада. Сейчас мы находимся очень далеко от этого. Остановка все еще достаточно осторожна. Единственным событием стало то, что рынок разочаровался в своих ожиданиях о неизбежном сокращении учетной ставки. Ставки на понижение на рынке облигаций уже были скорректированы — евродолларовые фьючерсы упали примерно на половину пункта, ставки на повышение валюты, возможно, отреагировали слишком сильно, и если это так, то я склонен ожидать, что они вскоре качнутся назад. Как и ранее, моя позиция основана на убеждении в том, что в экономике отсутствует реальный импульс. Возможно, что Федеральный Резерв не понизит учетную ставку, но у него также нет причин допускать, чтобы ставка федеральных фондов* повышалась выше существующего уровня. Одновременно я считаю, что конституционные препятствия, стоящие перед поправкой Грамма—Рудмана, несущественны. К тому времени как вопрос решится, процесс будет уже работать. Если я ошибаюсь, мне придется пересмотреть свои ставки со значительными потерями. До тех пор я намереваюсь остаться на своих прежних позициях. Я ожидаю, что максимальное давление на рынке облигаций будет ощущаться завтра. Будущее покажет, насколько значительный ущерб может быть нанесен. Начиная с этого момента рынок акций должен показывать лучшие результаты, чем рынок облигаций.

Проблема заключается в том, что, не совершив продаж, я не могу сейчас покупать. Я могу лишь переждать этот раунд и наде-

* Federal funds rate — ставка, по которой банки США кредитуют друг друга на короткие сроки (обычно на ночь) за счет свободных средств в Федеральных Резервных банках. "ночная" ставка МБК — наиболее чувствительный показатель рынка. — *Прим. ред.*

ялся на то, что ситуация не выйдет из-под контроля. Мои денежные резервы должны быть достаточно, чтобы я смог преодолеть этот этап, но гарантий здесь быть не может. Спад истощает мои денежные резервы и оставляет меня с большими объемами вложений, чем до его начала. Поскольку я ожидаю, что спад будет временным, нет смысла привлекать сейчас дополнительные денежные средства. В то же время было бы абсолютно неблагоприятным еще более сокращать свои денежные резервы.

P.S. Среда, 15 января 1986 г.

Группа Пяти встречается в конце этой недели. Я знаю, что я сделал бы на их месте: я бы на многосторонней основе понизил процентные ставки. Это показало бы, что власти сотрудничают и владеют ситуацией. Это помогло бы поддерживать стабильность на рынке обмена валют; без этого могло бы оказаться нелегким предпринять временный подъем курса доллара. Почва для этого была тщательно подготовлена: процесс, вызванный поправкой Грамма—Рудмана, уже начался, и использование бросовых облигаций сократилось. Япония ждет, чтобы США первыми начали понижение процентных ставок. Верно также и то, что денежная масса M1 превысила целевые объемы и экономика, вероятно, выросла на 3½% в течение четвертого квартала 1985 г. Если это обычный процесс развития бизнеса, нет необходимости предпринимать какие-либо шаги; но если власти чувствуют необходимость поддерживать инициативу, сейчас как раз время это сделать. Понижение учетной ставки могло бы означать публичный отказ от монетаризма; но рынок облигаций согласился бы с этим шагом, поскольку он предпринимается в согласовании с другими государствами. Обменные курсы являются стабильными, а репутация Волкера как солидного финансиста не запятнана. Остается лишь один вопрос — хочет ли он это сделать?

Я не очень-то верю, что власти поступят именно так, как мне бы хотелось. Тем не менее сейчас я хотел бы ставить именно на это в пределах ограничений, налагаемых уже существующими объемами моего участия. Это означает, что я куплю некоторое количество евродолларовых фьючерсов, которые практически лишены риска. Единственная опасность заключается в том, что я еще больше увеличиваю объем своего участия и может случиться так, что мне придется не вовремя его сократить. Я готов пойти на этот риск, поскольку, если моя ставка окажется неудачной, я все равно намереваюсь сократить объем моего участия. В конце концов я

Январь, 20, 1986

Дата закр. 1/20/86	% измене- ний после 1/10	Дата закр. 1/20/86	% измене- ний после 1/10	
DM 2,4580	+0,4	S&P 500	207,53	+0,8
Иена 202,45	0	Казначейские облигации США	83 1/32	+0,5
Фунт ст. 1,4125	-5,1	Евродоллар	91,91	+0,1
Золото 354,10	+3,6	Сырая нефть Японские облигации	21,27	-17,5
			98,00	-0,6
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА				
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 006 000 000		
Изменения по сравнению с 1/10/86		+\$6 775 +6,7%		
Изменения по сравнению с 8/16/85		+\$55,4%		
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)				
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)	
Повы- Пони- шение жение	1/10	1/10	после 1/10	
Акции США 1 014 (73)	-5	Евр. валюта, основ. на DM	559	-50
Индекс. 584	-133	Япон. иена	612	0
Фьючерсы 314	-4	Фунт ст.	(270)	+8
Иностран.		Доллар США	105	+106
Облигации(3)		Прочие валюты	31	+10
Госуд. США 88	+88			
Краткоср. (4) 1 026	+68			
Долгосроч. 261	+2			
Японск. (5)				
Товарно- сырьевая продукция	(159)	+65		
Нефть				
Золото				

утверждаю, что власти взяли на себя инициативу. Если они не будут поддерживать ее, что же еще может заставить меня поддерживать ставки на базе привлеченных средств*, кроме нежелания понести убытки? Во Франции военные говорят: *lesier pour tiex saier*** Я сейчас собираюсь предпринять нечто совершенно про-

* Англ. leveraged positions. — Прим. ред.

** Отступить ради успешного броска. — Прим. ред.

тивноположное: я собираюсь наступать, чтобы перепуттировать. Я должен облегчить свои текущие вложения, которые я нахожу невозможным поддерживать в виде длинных позиций, за счет увеличения их в виде коротких позиций.

Вторник, утро, 21 января 1986 г.

Встреча Группы Пяти не принесла никаких четких результатов. Вряд ли можно было ожидать каких-либо кардинальных заявлений после всей той шумихи и утешек, которые предшествовали встрече; тем не менее, итоговое сжатое заявление вносящим ясность не назовешь. Мне осталось воспользоваться собственными методами, чтобы предположить, что же в действительности произошло.

Я полагаю, что цель — снижение процентных ставок во всем мире — была осознана, но два действительно независимых банка, банк Германии и банк США, отказались принять на себя обязательства по скоординированным действиям. Я подозреваю, что Федеральный Резерв несколько склонился к тому, чтобы постепенно сделать денежно-кредитную политику менее жесткой, еще до встречи Группы Пяти — показатели следующего четверта должны были представить этому более убедительные доказательства — но он хочет увидеть реакцию рынка, чтобы определить, когда следует сократить учетную ставку, и не считает, что это должен делать правительственный консорциум. Позволить Группе Пяти диктовать американскую денежно-кредитную политику могло бы стать слишком опасным прецедентом, чтобы центральный банк, желающий сохранить свою независимость, мог с этим согласиться.

Несколько беспокоящим результатом является возможный вследствие этого разрыв между Бейкером и Волкером. В ретроспективе раскол между Волкером и администрацией по вопросу введения гарантийных взносов при операциях с бросовыми облигациями приобретает намного большее значение. Волкер, кажется, обеспокоен тем, что слишком агрессивное понижение процентных ставок лишь усилит подъем на фондовом рынке, подъем, который может окончиться крахом, — и я абсолютно не склонен с ним спорить. Тот факт, что он этим обеспокоен, понижает вероятность дальнейшего подъема. В любом случае, Группа Пяти потеряла некоторый импульс, и это опасная перемена.

Я чувствовал, что мне необходимо сократить излишние объемы ставок, которые я сделал до встречи Группы Пяти, но я решил подождать с осуществлением своего плана по сокращению при-

влекаемых средств до того момента, когда будут опубликованы новые данные Федерального Резерва. Вместо продажи купленных мной евродолларовых фьючерсов я продал несколько фьючерсов на индексе S&P 500, поскольку я считал, что фондовый рынок более уязвим.

В течение сегодняшнего дня падение цен на энергоносители все ускорилось, пока не превратилось в подлинный разгром. К концу дня акции, облигации и валюта — все вместе — заместили потери этого дня. Это является основным событием. Давно ожидавшийся коллапс цен на нефть наконец-то наступил.

Ничто не может предотвратить свободное падение, кроме вмешательства государства, но правительство вмешивается только в чрезвычайных ситуациях. Подозрение о разногласиях между Волкером и Бейкером еще более ослабляет шансы на то, что будут предприняты своевременные действия. Мы, таким образом, приближаемся к периоду максимального риска для банковской системы. Что может случиться со всеми займами, обеспеченными энергоносителями, и со странами-должниками, зависящими от энергоносителей?

Я убежден, что ситуации не будет позволено выйти из-под контроля, поскольку есть готовое средство: налог на импорт нефти со специальными оговорками для Мексики. Но для того, чтобы ввести этот налог, президенту Рейгану пришлось бы в корне изменить свою позицию; только чрезвычайная ситуация могла бы послужить для него оправданием: поэтому до того, как меры будут приняты, ситуация будет ухудшаться. Это заставляет меня максимально сократить объем привлекаемых средств. Падение цен на нефть может оказать положительный эффект как на акции, так и на облигации, но осуществлять операции с ними с привлечением средств было бы неразумно, и прежде всего потому, что первоначальная реакция рынка, скорее всего, будет такой же, как и моя.

Суббота, 22 февраля 1986 г.

Я слишком быстро сократил объем привлекаемых средств: мне не удалось воспользоваться всеми преимуществами сильнейшего подъема как на рынке акций, так и на рынке облигаций. Я даже временно сделал ставку на понижение фьючерсов по облигациям, когда я услышал, что суд нижней инстанции собирается вынести решение о неконституционности поправки Грамма—Рудмана. Но

Февраль, 21, 1986					
Дата	% измене- ний после	Дата	% измене- ний после		
закр 2/21/86	1/20	закр 2/21/86	1/20		
DM	2,2960	+6,6	S&P 500	224,62	+8,2
Иена	182,20	+10,0	Казначейские облигации США	90 7/32	+8,0
Фунт ст.	1,4545	+3,0	Евродоллар	92,10	+0,2
Золото	341,00	-3,7	Сырая нефть Японские облигации	13,53	-36,4
				101,60	+3,7
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 205 000 000			
Изменения по сравнению с 1/20/86		\$8 122			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+19,9%			
		+86,2%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)
Повы- Пони- шение жение	1/20	Повы- Пони- шение жение	1/20	Повы- Пони- шение жение	1/20
Акции США	1 064 (185)	-62	Евр. валюта, основ. на DM	783	+224
Индекс. фьючерсы	(92)	-676	Япон. иена	726	+114
Иностран.	426	+112	Фунт ст.	(343)	-73
Облигации(3)			Доллар США	39	-66
Госуд.США		-88	Прочие валюты	81	+50
Краткоср.(4)		-811			
Долгосроч.	215	-261			
Японск.(5)					
Товарно- сырьевая продукция					
Нефть	(55)	+104			
Золото					

решение было отложено на неделю, а коллапс цен на нефть по своей значительности превзошел все остальное, так что мне пришлось покрыть убытки. Короче говоря, мои торговые операции были неудачными. Тем не менее, Фонд достиг хороших результатов благодаря нашим ставкам на понижение цен на нефть и на снижение курса доллара. Наш выбор пакета акций также работал на нас.

В действительности я не склонен поддерживать сейчас слишком большой объем вложений в операции на рынке — вероятно, поэтому я неудачно вел операции, когда у меня были ставки с привлечением средств. Я смотрю на падение цен на нефть как на комбинацию двух факторов: экономического стимула и финансового шока. Рынки реагируют на первый фактор, в то время как я чрезвычайно чувствителен ко второму.

Мы приближаемся к моменту истины в вопросе о международных задолженностях. При ценах на нефть менее 15 долл. у Мексики в перспективе может образоваться дефицит средств для обслуживания займов, составляющий около 10 млрд. долл. Чтобы возполнить его, необходимо, чтобы произошло довольно много различных событий. Мексика должна еще туже затянуть ремень; банкам придется принять на себя удар; а США придется изыскать средства или в форме грантов, или в форме ценовой защиты мексиканской нефти. Это может быть сделано, но это будет сложная и деликатная операция. Уступки, сделанные банками, должны будут распространяться и на другие страны-должники. Банки — денежные центры, как группа, сейчас готовы абсорбировать значительное снижение процентных ставок по займам, предоставленным менее развитым странам, но Банк оф Америка, в частности, может переступить опасную грань. Будут приняты меры по его спасению, так же, как и в случае с банком Континентал Иллинойс, и интересы вкладчиков будут защищены. Вкладчики могут даже не паниковать, но паника может ошутиться на фондовом рынке. Эта сила рынка вместе с большими объемами кредитов, вовлеченных в торговлю фьючерсами и опционами, делает рынок чрезвычайно уязвимым при внезапном повороте событий. В январе стал достиг 5% в течение двух часов, в следующий раз он может составить 10% или 15%. Я полагаю, что опасность коллапса переместилась от банковской системы к финансовым рынкам. Я чувствовал бы себя очень глупо, если бы попался в эту ловушку. Моя осторожность может дорого мне обойтись, но она может также гарантировать мое выживание.

Когда я услышал о том, что де ла Мадрид — президент Мексики* — собирается сегодня вечером произнести речь, я продал несколько фьючерсов S&P и сделал небольшую ставку на понижение доллара в качестве страховки на время выходных.

* Мигель де ла Мадрид-Уртадо занимал пост президента Мексики с 1 дек. 1982 г. по 1 дек. 1988 г. — *Прим. ред.*

Четверг, 27 марта 1986 г.

Я предпринял лишь несколько макроэкономических операций после того, как в конце января я сократил объемы привлекаемых средств. Оглядываясь назад, я могу сказать, что сделал это слишком поспешно, поскольку я пропустил лучший период подъема на рынке облигаций. Очевидно, я недооценил "бычий" стимулирующие последствия падения цен на нефть. Откровенно говоря, я не думал, что цене на нефть будет позволено упасть настолько низко без государственного вмешательства. Ничто, кроме государственного вмешательства, не может остановить падения цен на нефть, поскольку кривая предложения инвертирована: чем ниже падает цена, тем больше нефти приходится продавать странам-производителям, чтобы удовлетворить их потребности. В итоге необходимо будет защищать внутренних производителей. Именно по этой причине я перенес свои ставки на понижение с контрактов на Уэст-Техас на контракты по смеси Брент* — операция, которая оказалась дорогостоящей, поскольку я попал в общую давку поспешных ставок на понижение.

Я могу оправдать свое решение о сокращении объема привлекаемых средств только личными причинами. Операции с привлечением средств связаны с серьезным напряжением, а я за последнее время заработал достаточно для того, чтобы не иметь желания жить под таким напряжением. Но потерянные возможности — это тоже очень болезненно. К счастью, я не упустил рынок: я лишь не смог использовать его по максимуму.

По большей части я не принимал активного участия в валютных операциях. Единственным моим действием стало дальнейшее расширение перекрестной ставки: немецкая марка против фунта стерлингов. Я понял, что природа валютных рынков снова меняется: дух сотрудничества, который возник после первой встречи Группы Пяти, ослаб после второй, и власти начали терять контроль над рынком. Доллар падал более быстро, и падение это зашло гораздо дальше, чем власти того желали. Как Япония, так и Германия начали проявлять обеспокоенность. Американские власти разошлись во мнениях: Волкер также питал опасения, в то время как остальная часть администрации полагала, что суверенитет японцев нужно только приветствовать как свидетельство,

* Уэст-Техас, Брент, а также Любай — "стандартные" марки нефти, используемые в биржевой торговле. — *Прим. ред.*

Март, 26, 1986

Дата закрыва 3/26/86	% измене- ний после 2/21	Дата закрыва 3/26/86	% измене- ний после 2/21
DM 2,3305	-1,5	S&P 500 237,3	+5,6
Иена 179,65	+1,4	Казначейские облигации США 98 1/32	+9,2
Фунт ст. 1,4750	+1,4	Евродоллар 92,83	+0,8
Золото 344,40	+1,0	Сырая нефть 12,02	-11,2
		Японские облигации 105,50	+3,8
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА			
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 292 000 000	
Изменения по сравнению с 2/21/86		+7,2%	
Изменения по сравнению с 8/16/85		+99,6%	
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)			
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)
Повы- шение	Пони- жение	Повы- шение	Пони- жение
2/21	2/21	2/21	2/21
Акции США 1 272 (170)	+223	Евр. валюта, основ. на DM 1 108	+325
Индекс. фьючерсы 124	+216	Япон. иена 492	-234
Иностран. 536	+110	Фунт ст. (389)	-46
		Доллар США 81	+42
		Прочие валюты 63	-18
Облигации(3) Госуд.США Краткоср.(4) Долгосроч. Японск.(5)	326	+111	
Товарно-сырьевая продукция Нефть Золото	(28)	+27	

что более низкий курс доллара начинает кусаться. Падение доллара следовало своему собственному импульсу, и было не совсем ясно, чем именно оно вызвано: понижение цен на нефть было каким-то образом с этим связано. Частично такое воздействие было одноразовым — меньше долларов требовалось для финансирования операций с нефтью, — но тренд был достаточно выраженным, чтобы привлечь спекулятивные ставки.

Контрольный период: январь 1986 г. — июль 1986 г. 241

Я сохранил свои ставки на понижение доллара нетронутыми не по причине каких-то убеждений, но потому, что у меня не было твердых взглядов и я считал, что шансы на получение прибыли от торговых операций с валютой не оправдывают ни трудностей, ни напряжения. Сохранение ставок было более удобным, чем изменение, а отсутствие убеждений поставило меня в хорошую позицию, чтобы при необходимости переоценить ситуацию. Затем произошла отставка Престона Мартина, и закупленная борьба, связанная с процентными ставками, вышла наружу. Рынок отреагировал резким повышением доллара. Стерлинг также поднялся против немецкой марки, и я столкнулся со значительными убытками по валюте — первый раз с момента начала "тризного плавления" обменных курсов. Это заставило меня переоценить макроэкономическую ситуацию.

Я обнаружил продолжающуюся экономическую стагнацию. Элементы усиления и ослабления были хорошо сбалансированы. Усиление было вызвано в основном более низкими процентными ставками, а оптимизм порождился улучшением маржи прибыли*, жилищное строительство, повторный выпуск акций, создание новых предприятий, рост занятости в секторе услуг также оказывают позитивное влияние. Основными источниками слабости была нефтяная промышленность. Нефть является основным составным элементом в структуре расходов и, вероятно, равна по важности автомобильной промышленности. Другие формы финансовых затрат также слабы, хотя можно ожидать их улучшения с течением времени. Другой источник слабости — сокращенный бюджетный дефицит — еще не проявил себя из-за недостатка времени. Норма сбережений улучшается, держа объем потребительских расходов под контролем. Инвесторы ответили на понижение процентных ставок переводом капитала в акции и долгосрочные облигации. Все это очень способствует подъему котировок и облигаций, и акций.

В предчувствии более мягкого состояния экономики я не вижу причин сокращать свои ставки на понижение доллара. Напротив, я считаю сегодняшний высокий курс доллара основанием ожидать дальнейшего падения процентных ставок. В связи с этим я решил вновь восстановить свою ставку на повышение облигаций. Решение о том, чтобы приобрести облигации с доходностью 7 1/2%,

* Profit margin — маржа прибыли: разность между продажной ценой и себестоимостью, часто выражается в процентах к объему продаж. — Прим. ред.

после того, как я их продал с доходностью от 9% до 9 1/4%, — решение нелегкое, но логика ситуации заставляет меня его принять. Непосредственно ставить на понижение доллара, не поставив на повышение облигаций, — и, я думаю, было бы ошибочным покупать сейчас доллары. А как насчет привлечения заемных средств? В конце концов, именно нежелание нести эту ношу в первую очередь побудило меня сократить объемы участия. Несомненно, что это увеличивает напряжение, но в то же время это снимает напряжение, внутренне присущее игре на понижение доллара без ставок на повышение облигаций. Я должен справиться с ситуацией, проявляя большую осторожность.

Каковы перспективы значительного падения котировок как акций, так и облигаций? Когда я смотрю на внутренний динамизм рынка, я нахожу, что подъем слишком юн и что он слишком крепок, чтобы сломаться под собственной тяжестью. Инвесторы все еще очень осторожны, включая и меня. Акции сейчас как раз находятся на грани того, чтобы стать слишком дорогими для выкупа контрольных пакетов с помощью привлеченных средств, и реальные процентные ставки все еще слишком высоки при теперешнем коллапсе цен на нефть. Должны упасть либо доллар, либо процентные ставки, либо оба этих показателя. Поскольку доллар стабилизировался, дальнейшее движение должны продолжить именно процентные ставки.

На основе только условий внутри страны подъем должен продолжаться довольно долго: цены на акции могут удвоиться или вырасти еще сильнее, прежде чем они станут уязвимыми. Некоторые мелкие фондовые рынки уязвимы в значительно большей степени. Это относится прежде всего к Италии. Когда наступит кризис, конечно, если это вообще случится, он должен затронуть Италию прежде, чем он затронет США.

В настоящее время единственная опасность заключается в ударе извне. Его потенциальное происхождение ясно видно: движение цен на нефть ведет к катастрофе. Нефть будет падать до тех пор, пока это не спровоцирует какое-либо катастрофическое событие, что остановит движение цен или повернет их вспять. Нам следует различать два вида такого катаклизма: военный и финансовый.

Военные или политические изменения весьма трудно предвосхитить. Напряженность на Ближнем Востоке растет. Мы столкнемся с предревольционной ситуацией в Египте; наблюдаются некоторые признаки усиления ирано-иракской войны; вступле-

ние американского флота в залив Сидра* прошло без серьезных последствий, но можно ожидать и других инцидентов. Поскольку предвосхитить их невозможно, единственное, что я могу сделать, — это оставаться на чеку. Умеренная степень привлечения заемного капитала поможет усилить мое внимание.

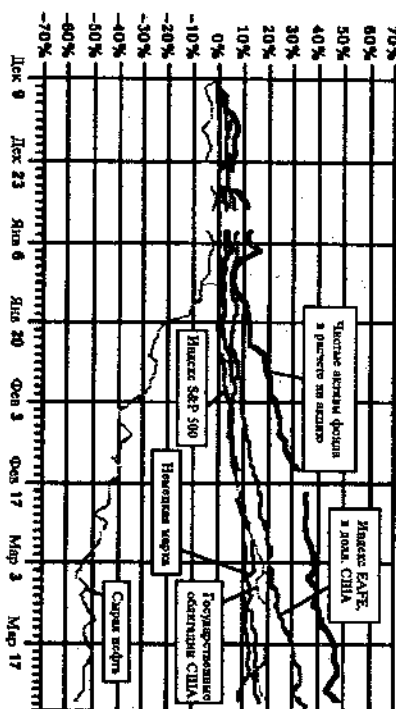
Финансовые отклики снижения цен на нефть более очевидны. Местом очередных событий может стать, в частности, Мексика. Будет ли это упорядоченным спасением или возникнет конфронтация? Мексика воздержалась от просьбы об уступках в процентных ставках. Вероятно, что будут предложены какие-либо ценные бумаги с номинальной стоимостью, выраженной нефтью, чтобы замаскировать уступки, в которых нуждается Мексика, и предотвратить распространение этих уступок на других должников.

Но замерить реакцию рынков наиболее сложно. Упорядочение сверху усилило бы тенденции роста, но сомнения относительно такого упорядочения подвергли бы рынок испытанию. Рынок сейчас, вероятно, выдержит испытание, но лучше воздержаться от вложений, пока этот вопрос не разрешится.

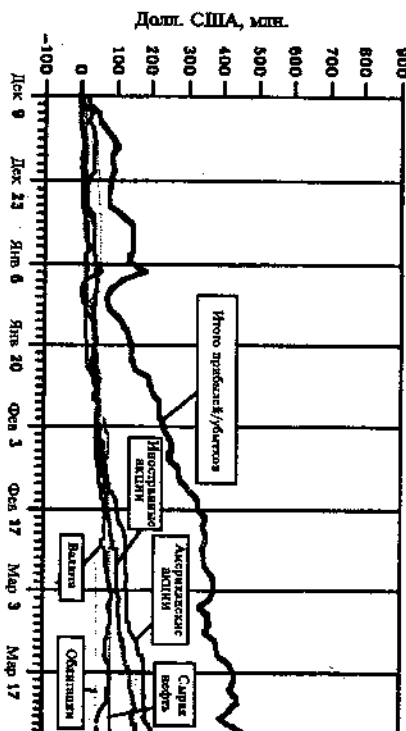
* Gulf of Sida — крупный залив Средиземного моря, вдающийся в территорию Ливии к западу от порта Бенгази. Другое название — залив Сирт (Sir), арабское название — Халидж Сирт (Khaliǧ Sir). — Прим. ред.

ЧИСТЫЕ АКТИВЫ ФОНДА В РАСЧЕТЕ НА АКЦИЮ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПО РАЗЛИЧНЫМ РЫНКАМ

Контрольный период: с 12/9 1985 г. до 7/20 1986 г.



ПРИБЫЛИ И УБЫТКИ ФОНДА (Разбивка по основным позициям)

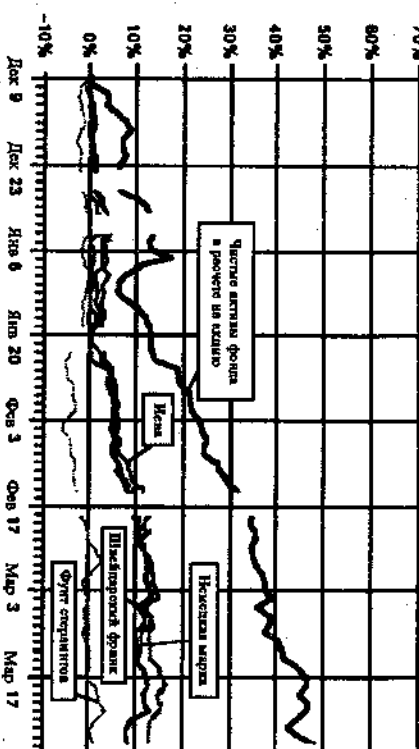


Примечания:

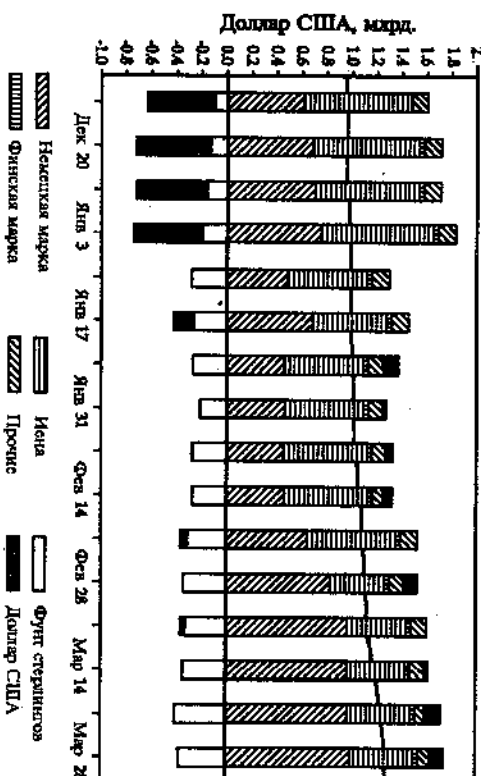
- (1) Все котировки рассчитаны на основе процентного изменения в сравнении с первым представленным днем.
- (2) EAFE — индекс фирмы Морган Стенли Интернейшнл Капитал, основанный на котировках фондовых рынков Европы, Австралии и бирж Дальнего Востока, в долларах США.
- (3) В качестве цен на нефть и на государственные облигации указываются цены закрытия ближайших фьючерсных контрактов.
- (4) Прибыли и убытки по валютным включаются только форвардные и фьючерсные контракты. Прибыли и убытки по иностранным акциям указывается объем валюты, приобретенной или потерянной в результате операции.

КОТИРОВКИ ВАЛЮТ

Контрольный период: с 12/9 1985 г. до 7/20 1986 г.



НЕТО-ОБЪЕМ УЧАСТИЯ В ВАЛЮТНЫХ ОПЕРАЦИЯХ (Линия отражает объем капитала фонда)

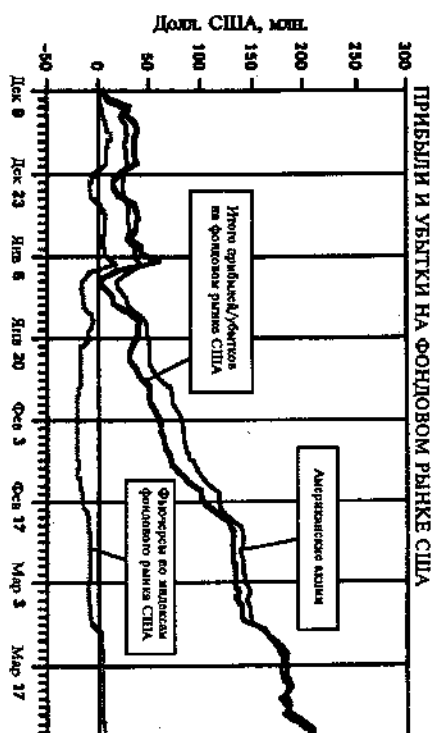
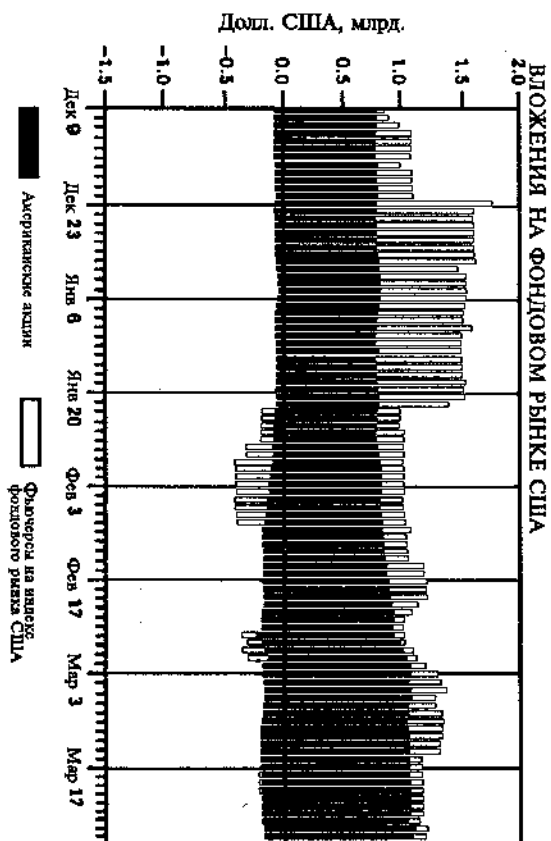
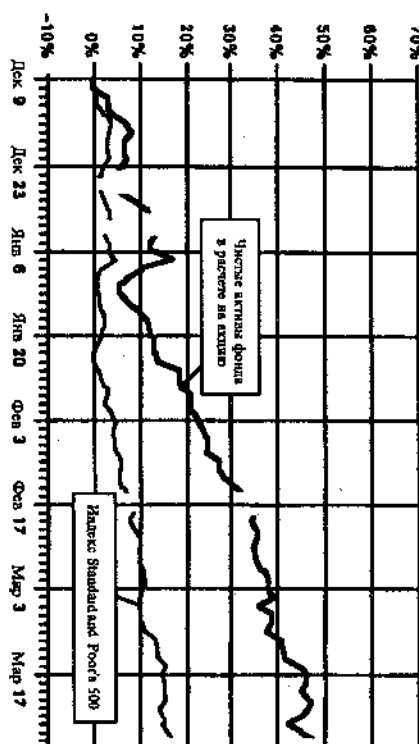


Примечания:

- (1) Все котировки в долл. США рассчитаны на основе процентного изменения в сравнении с первым представленным днем. Используются цены закрытия Нью-Йоркской биржи.
- (2) Нето-объем участия в валютных операциях включает акции, облигации, фьючерсы, форвардные контракты, наличность, гарантийные взносы и равен общему суммарному капиталу фонда. Отрицательные показатели в долларах США отражают сумму, на которую участие в валютных операциях превышает общий суммарный капитал фонда.
- (3) Объем участия в валютных операциях показан на конец недели.

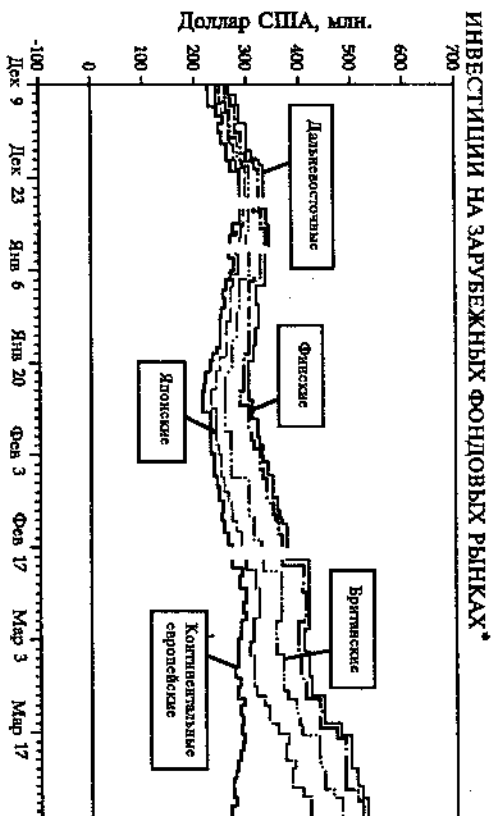
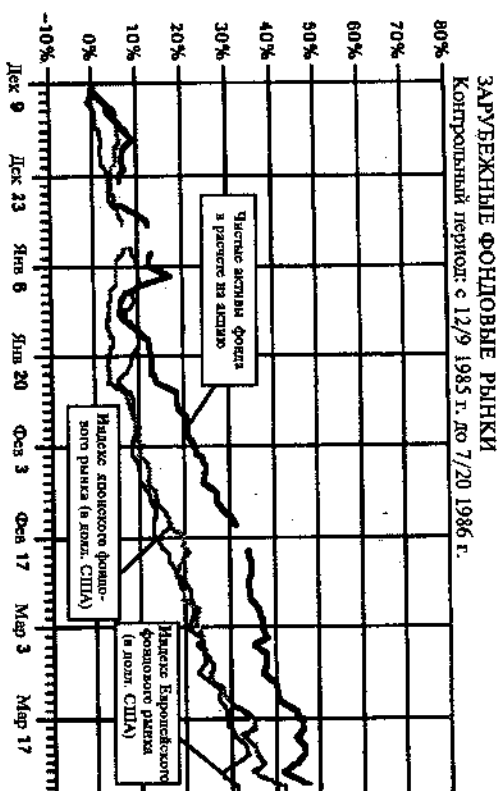
ФОНДОВЫЙ РЫНОК США

Контрольный период: с 12/9 1985 г. до 7/20 1986 г.

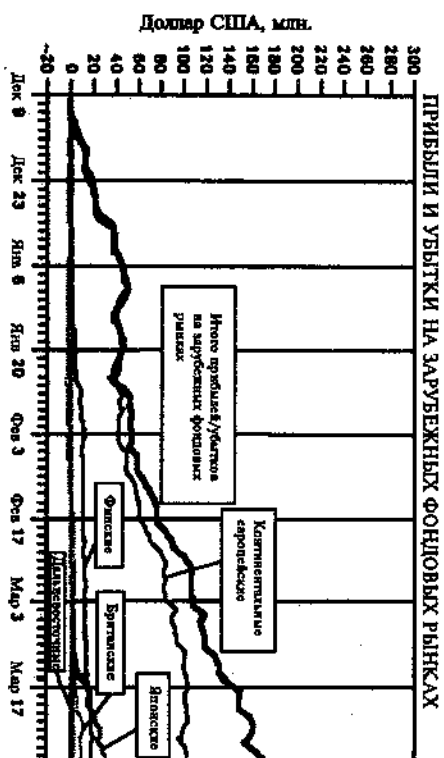


Примечание:

(1) Итоговые прибыли и убытки на фондовом рынке США включают прибыли и убытки от операций с акциями и фьючерсами на индекс.

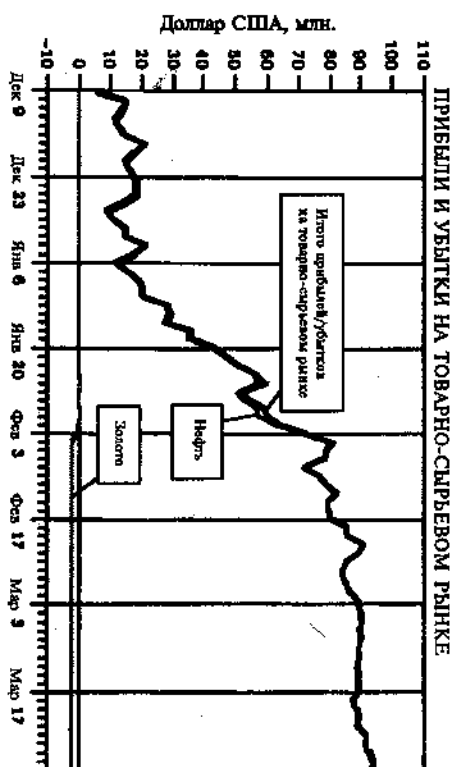
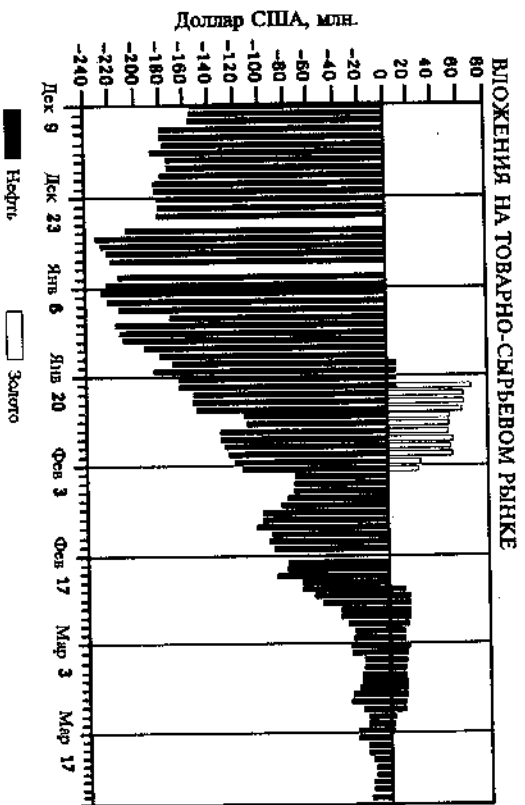
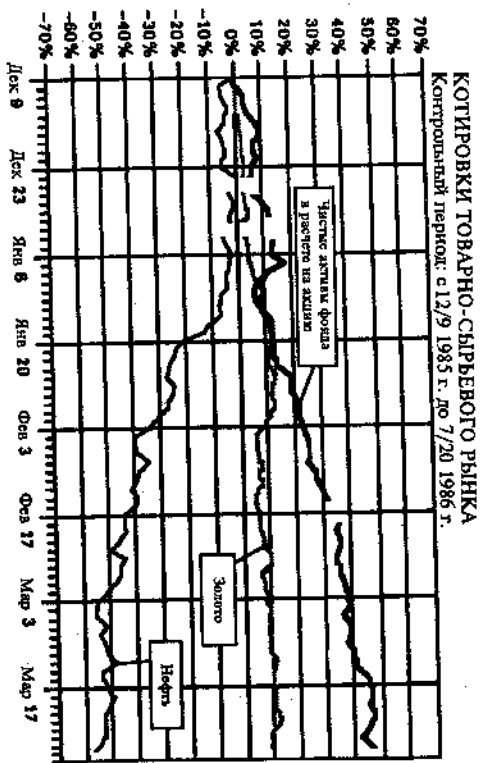


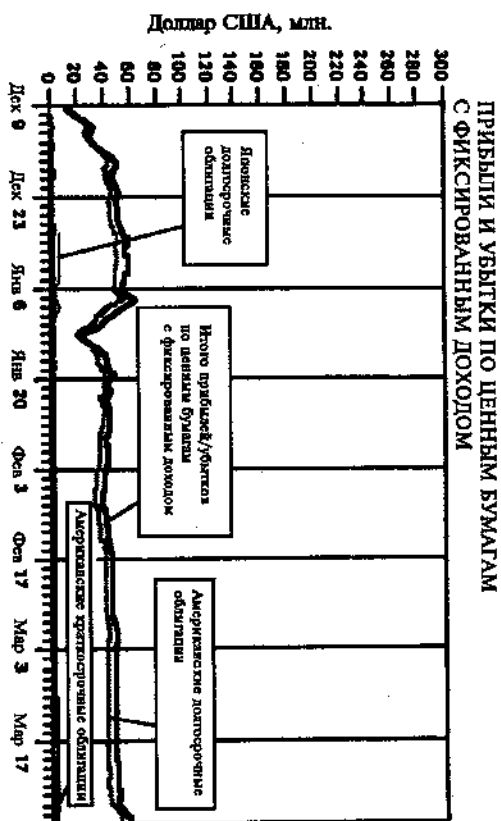
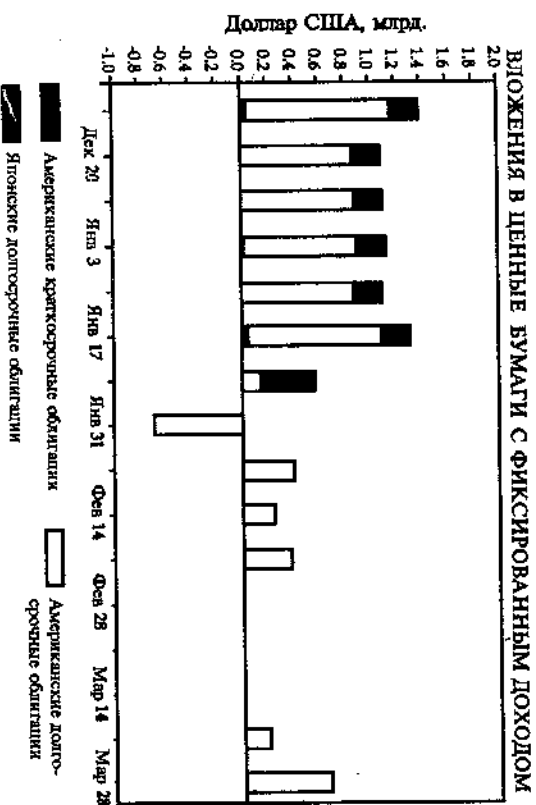
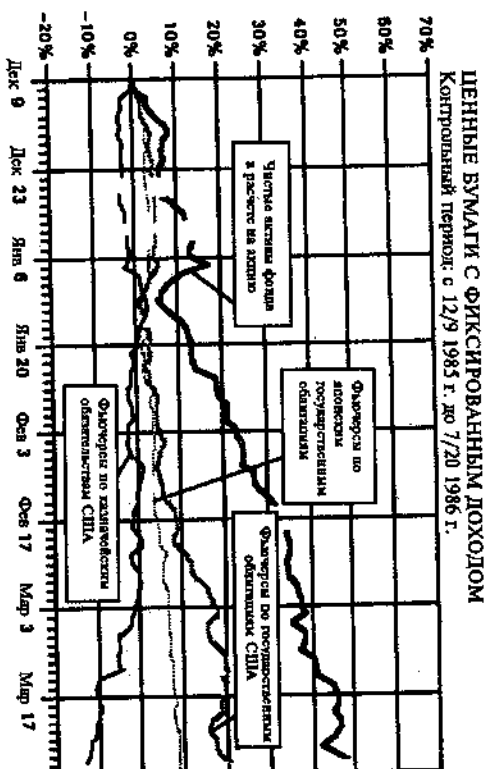
* В оригинале на данном рисунке приведена столбиковая диаграмма, показывающая долю вложений фонда в акции той или иной страны.



Примечания:

- (1) Итоговые прибыли и убытки на зарубежных фондовых рынках включают прибыли и убытки по ставкам на зарубежных фондовых рынках.
- (2) Дальневосточные ставки включают Гонконг, Корею, Тайвань, Австралию и Таиланд.





Примечания:

- (1) Вложения в американские краткосрочные облигации и итоговые прибыли/убытки включают казначейские векселя, фьючерсы на казначейские векселя и евродоллары, казначейские облигации сроком до двух лет.
- (2) Все государственные облигации США выражены через общий эквивалент 30-летних государственных облигаций. Основой для перевода является влияние данного изменения доходности на котировки. Например, 4-годовые казначейские обязательства номинальной стоимостью 100 млн. долл. эквивалентны по рыночной стоимости 30-летним государственным облигациям номинальной стоимостью 28,5 млн. долл.
- (3) Фьючерсы на японские государственные облигации значительно менее подвержены ценовым колебаниям, чем государственные облигации США. Например, на 30 июня 1986 г. японские государственные облигации номинальной стоимостью 100 млн. долл. имели тот же показатель изменчивости котировок, что и 30-летние государственные облигации США номинальной стоимостью примерно 60,2 млн. долл. Мы не учитывали эту разницу.
- (4) Ставки показаны на конец недели.

Воскресенье, 6 апреля 1986 г.*

В прошлый вторник я сделал ставки на понижение фьючерсов S&P в объеме, равном моим ставкам на повышение облигаций. Это практически свело к нулю участие заемного капитала в моих ставках на повышение. Я сейчас жду выгодного момента для увеличения своих ставок на понижение, с тем чтобы еще больше сократить чистый объем своего участия.

Вице-президент Буш объявил о своем намерении обсудить вопрос о ценах на нефть во время своего визита в Саудовскую Аравию. Это вызвало у администрации негативную реакцию, сконструированную, без сомнения, его старым противником, Дональдом Риганом. Итоговым результатом этого должно стать уменьшение шансов ввести налог на импортируемую нефть. Всегда существует возможность того, что страны ОПЕК объединятся и сократят производство нефти, но я считаю шансы на это очень низкими. Теперь, когда эта структура расталась, для того, чтобы изменить ее новой, потребуются новый катарсис. Чего ради, уже сделав решающий шаг, стала бы Саудовская Аравия брать на себя риск решения-временки? Соединенные Штаты — производитель с высоким уровнем затрат; если движение в этом направлении будет продолжено, уровень производства в США должен постоянно сокращаться. Следовало ожидать, что производство в США будет защищено, но недавние события понизили эту возможность. Я ожидаю, что давление на цены на нефть продолжится.

Падающие цены на нефть играют "бьющую" роль, пока она не оборачивается "медвежьей". Как это ни странно, но большинство из прогнозов не принимало во внимание сокращение производства нефти в США. Вместо стимулирования экономики первона-чальный эффект оказывается негативным. В целом, экономика кажется слишком слабой, чтобы оправдать преувеличенные ожидания. Вот почему я не собираюсь сокращать свои ставки на понижение доллара. Фактически я собираюсь увеличить их, покрыв свою ставку на понижение** фьют стерлингов. Кажется, я дер-

* Схемы, иллюстрирующие состояние и результаты деятельности Квантум Фонда с 9 декабря 1985 г. до 31 марта 1986 г., идут после стр. 263. Расшифровка заключенных в скобки численных обозначений от (1) до (6), которые используются в таблицах, включенных в дневниковые записи, приводится на стр. 175—176. — *Прим. авт.*

** Cover the shorts — покрывать "короткие" позиции: покупать ценные бумаги для замены ранее позимствованных или проданных в надежде на падение конъюнктуры. — *Прим. ред.*

Контрольный период: январь 1986 г. — июль 1986 г. 255

Апрель, 4, 1986

Апрель, 4, 1986						
Дата	% измене-	Дата	% измене-			
закрыва	ний после	закрыва	ний после			
4/4/86	3/26	4/4/86	3/26			
DM	2,3955	-2,8	S&P 500	228,69	-3,6	
Иена	180,42	-0,4	Казначейские			
Фунт ст.	1,4500	-1,7	облигации США	100 11/32	+1,9	
Золото	335,40	-2,6	Евродоллар	93,13	+0,3	
			Сырая нефть	12,74	+6,0	
			Японские облигации	104,15	-1,3	
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА						
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 251 000 000				
Изменения по сравнению с 3/26/86		+\$8 421				
Изменения по сравнению с 8/16/85		+24,3%				
Изменения по сравнению с 8/16/85		+93,1%				
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)						
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ние (2)	Чистый объем ва- люты (2)	Чистый измене- ние (2)	Чистый объем ва- люты (2)		
Повы- Пони- шение жение	3/26	участия (6)	Повы- Пони- шение жение	3/26		
Акции	1 171	(167)	-98	Евр. валюта, основ. на DM	1 094	-14
США				Япон. иена	474	-18
Индекс.		(572)	-696	Фунт ст.		+9
фьючерсы	499		-37	Доллар США	63	-18
Иностран.				Прочие валюты	50	-13
Облигации(3)						
Госуд. США						
Краткоср.(4)	652		+326			
Долгосроч.						
Японск.(5)						
Товарно- сырьевая продукция						
Нефть	(29)		-1			
Золото						

жал ее слишком долго. Разница в процентных ставках привлекает средства к фьюту стерлингов, и у меня нет достаточных аргумен-тов для того, чтобы идти против этого тренда.

Я удовлетворен перекрестными ставками, которые я сделал, ставками на повышение облигаций/понижение S&P фьючерсов. Но я менее доволен нетто-позицией на повышение по акциям. Я сейчас ишу возможность сократить объемы своих вложений. Я ожидаю не коллапса, а лишь коррекции неопределенного размаха. Подходящим

моментом для выхода на рынок будет период, когда начнется следующее понижение цен на нефть. Первоначальная реакция должна быть позитивной как в отношении акций, так и облигаций. Это может произойти только после встречи стран ОПЕК 15 апреля.

Среда, 9 апреля 1986 г.

Рынок колебался из стороны в сторону в течение последних двух дней, и я вместе с ним. В понедельник цена на нефть резко поднялась и начался активный сброс облигаций, акций и валют в связи с угрозой падения цен; во вторник на всех этих рынках произошел сдвиг в обратном направлении. В понедельник я потерпел поражение по всем фронтам. Я понял, насколько чувствительным был портфель моих вложений к ценам на нефть; я понял также, что в нем был задействован больший объем заемных средств, чем я предполагал. Я пренебрег своей перекрестной ставкой — немалая марка против фунта стерлингов, — которая жестоко мне отомстила. Говоря числами, я потерял добрых 100 млн. долл., если считать от начала коррекции, несмотря на свой S&P фьючерсный хедж, который спас мне около 20 млн. долл.

В понедельник я сократил наполовину как свою ставку на немецкую марку против фунта стерлингов, так и ставку на понижение цен на нефть и покрыл 40% ставки на понижение S&P фьючерсов; во вторник я покрыл оставшуюся часть ставки на понижение S&P фьючерсов и приобрел различные акции, цены на которые недавно упали*. В итоге я увеличил объем своего участия в акциях и облигациях, сократив вложения в валюту и нефть.

Основываясь на информации, полученной в понедельник утром, я изменил свой взгляд на нефть в ближайшей перспективе. Мне внимание привлекли два позитивных фактора: вероятность того, что автомобилистам потребуется этим летом больше бензина, особенно после того эффекта, который оказал на полеты за рубеж терроризм на авиалиниях, и вероятность того, что нефтяные компании прекратят добычу нефти в Северном море для модернизации оборудования, поскольку они могут получить практически те же прибыли благодаря своим компенсационным соглашениям с Саудовской Аравией. Существует, таким образом, возможность подъема в торговле до встречи стран ОПЕК на сле-

* Англ. bargain hunting — приобретение ценных бумаг, цены на которые недавно упали. — Прим. ред.

Апрель, 8, 1986

Дата закр. 4/8/86			% измене- ний после 4/4			Дата закр. 4/8/86			% измене- ний после 4/4		
DM	2,3325	+2,6	S&P 500	242,38	+6,0						
Иена	179,80	+0,3	Казначейские облигации США	101 3/32	+1,6						
Фунт ст.	1,4650	+1,0	Евродоллар	93,30	+0,2						
Золото	340,00	+1,4	Сырая нефть Японские облигации	12,47	-2,1						
				103,58	-0,5						
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА											
Чистая стоимость активов на акцию			\$1 290 000 000								
Изменения по сравнению с 4/4/86			+3,1%								
Изменения по сравнению с 8/16/85			+99,1%								
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)											
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- ния (2)	Повы- шение	Пони- жение	Повы- шение	Пони- жение	Чистые измене- ния (2)				
			после 4/4	после 4/4	после 4/4	после 4/4					
Акции	1 231 (169)	+58	Евр. валюта, основ. на DM	810	-284						
Индекс фьючерсы	578	+572	Япон. иена	504	+30						
Иностр.		+79	Фунт ст.	(177)	+203						
Облигации(3)			Доллар США	153	+90						
Госуд. США			Прочие валюты	57	+7						
Краткоср. (4)											
Долгосроч. Японск. (5)	656	+4									
Товарно-сырьевая продукция											
Нефть											
Золото											

дующей неделе. Покупая нефть марки Брент, я делаю перекрестную ставку на Брент против WTI (внутреннее производство нефти)*. Принимая во внимание перспективы снижения ввозных таможенных тарифов, это представляется мне обоснованным.

У меня нет конкретного мнения относительно фунта стерлингов. Он сейчас реагирует на благоприятную разницу в процентных ставках более, чем на цены на нефть. С усилением фунта

* WTI — West Texas Inc. — Прим. ред.

разница в процентных ставках будет сокращаться, поскольку государство не может допустить роста фунта стерлингов. Это ограничивает потенциал роста фунта стерлингов, но еще не служит достаточным основанием для ставок на понижение. Факт сам по себе состоит в том, что я пренебрег этой ставкой и не смог получить прибыль; сейчас я должен выйти из операций, не получив прибыли. Я ликвидировал половину своей ставки немедленно и надеялся сделать то же самое с оставшейся ее частью по более благоприятным ценам. Британские процентные ставки по займам были фактически сокращены на 1/2% во вторник, что сократило рост американских акций и облигаций.

На подьем цен на нефть рынок акций и облигаций отреагировал негативно, но это вызвало у меня еще большую склонность играть на повышение. Реальная опасность, по-моему, заключается в дальнейшем падении цен. Я рассматриваю этот спад как зловую корректировку "бычьего" рынка и как возможность сделать покупки, которой я решил воспользоваться в разумных пределах. Сейчас я сделал ставки в полном объеме.

Моя тактика, кажется, оправдывает себя. Истинная слабость экономики теперь осознается, и существует согласие по поводу дальнейшего скорректированного сокращения процентных ставок. Ожидания будут достаточно сильными, чтобы заслонить собой обеспокоенность по поводу Ливии, хотя возмездие со стороны США практически неизбежно.

После периода усиленной деятельности я надеюсь вновь переждать события. Я намереваюсь вновь сократить объемы привлекаемого капитала, но не слишком быстро. Я должен допустить рост прибылей в течение некоторого времени.

Среда, 21 мая 1986 г.

В апреле я в основном бездействовал, и то небольшое, что я предпринимал, было направлено на сокращение объемов моего участия. Я продал некоторое количество акций, несколько больших объемы валюты и практически все свои ставки по облигациям. В начале мая я начал вести операции более активно. Я сделал набег на облигации в момент ежеквартального рефинансирования, которое сначала выглядело многообещающим, но впоследствии оказалось непродуктивным. Сначала я понес убытки, но по мере того, как падали цены на облигации, я вновь начал аккумулировать как ставку. С другой стороны, я сделал значительную ставку на по-

Контрольный период: январь 1986 г. — июль 1986 г. 259

Май, 20, 1986

Май, 20, 1986					
Дата	% измене- ний после	Дата	% измене- ний после		
закр. 5/20/86	4/8	закр. 5/20/86	4/8		
DM	2,3100	+1,0	S&P 500	236,11	-2,6
Иена	168,18	+6,5	Казначейские облигации США	96 ^{03/32}	-5,7
Фунт ст.	1,5215	+3,9	Евродоллар	92,96	-0,4
Золото	339,00	-0,3	Сырая нефть Японские облигации	16,04	+28,6
				102,42	-1,1
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$9 202		\$1 367 000 000	
Изменения по сравнению с 4/8/86		+6,0%		+111,0%	
Изменения по сравнению с 8/16/85					
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвестиционные ставки (1)	Чистые изменения (2)	Чистый объем валютного участия (6)	Чистые изменения (2)		
Повышение	Понижение	Повышение	Понижение		
после 4/8	после 4/8	после 4/8	после 4/8		
Акции США	1 208	(58)	+88	Евр. валюта, основ. на DM	485
Индекс фьючерсы	(770)	-770	Япон. иена	159	-325
Иностран.	573	-5	Фунт ст.	(21)	-345
Облигации (3)			Доллар США	744	+156
Госуд. США			Прочие валюты	148	+591
Краткоср. (4)	313	-343			+91
Долгосроч.					
Японск. (5)					
Товарно-сырьевая продукция	(75)	-63			
Нефть	(29)	-29			
Золото					

нижение S&P фьючерсов, так что теперь объем моих вложений в акции является несколько негативным, что более или менее балансирует мои позитивные ставки по облигациям. Я также сделал ставки на понижение цен на нефть на поднимавшемся рынке, что в настоящий момент показывает убытки. Более того, я нахожусь сейчас в процессе обновления ставок на понижение золота. Вообще говоря, мои торговые операции стоили мне некоторой суммы, но они позволили мне занять позицию, в которой я чувст-

вую себя удобно. Моя цель состоит в том, чтобы ограничивать убытки, а не в том, чтобы загребать куш денег.

Перспективы доллара являются довольно неопределенными; наиболее безопасной представляется ставка 50 на 50. Снижение курса доллара зашло дальше, чем хотели власти; между основными силами также существуют разногласия, более значительные, чем мне бы хотелось. Более того, Федеральный Резерв, который все еще действует под влиянием идей монетаризма, ожидает, что экономика во второй половине года придет в норму. Все это уменьшает правдоподобие дальнейшего понижения процентных ставок.

Понедельник, 21 июля 1986 г.: конец контрольного периода

Я внес первое после окончания эксперимента в реальном времени значительное изменение в свой стратегический подход. Не отказываясь от утверждения о том, что мы находимся в периоде "величайшего в истории бычьего рынка", я принял новую идею, — о том, что "бычий" рынок может быть полорван дефляционной спиралью, порожденной коллапсом цен на нефть. Вторая гипотеза будет испытана в течение последующих нескольких месяцев: если мы переживем это испытание, утверждение о "величайшем в истории бычьем рынке" останется нетронутым — напротив, период его жизни будет расширен. Таким образом, в ближайшем будущем я собираюсь работать с двумя противоречивыми друг другу тезисами. Это — подходящая тема для другого эксперимента в реальном времени; поэтому сейчас мне надо завершить контрольный период.

За пределами моего портфеля капитальных вложений за время, прошедшее после моего последнего отчета, я предпринял очень немного. Мои основные действия относились к валютному рынку и стояли мне очень дорого. Прежде всего, я выкупили свою ставку на понижение доллара, а затем восстановил полностью хеджированную ставку, но на более низком уровне. Мое первое действие было вызвано некоторыми признаками того, что может начаться рост американской экономики: прогнозные показатели и отчеты агентов по покупкам за май были обманчиво высоки. У меня не было четких взглядов на валюты, и я не хотел терять накопленные прибыли. Я решил, что, имея фонд, капитал которого выражен в долларах, приверженность доллару можно с той же легкостью назвать нейтральной позицией, что и ставку 50 на 50. Само

Июль, 21, 1986

Дата	% измене-	Дата	% измене-		
закрывается	ний после	закрывается	ний после		
7/21/86	5/20	7/21/86	5/20		
DM	2,1195	+8,2	S&P 500	236,22	0
Йена	179,65	-6,8	Казначейские облигации США	99 3/32	+4,0
Фунт ст.	1,4995	-1,4	Евродоллар	93,64	+0,7
Золото	355,00	+4,7	Сырая нефть японские облигации	13,09	-18,4
				103,32	+0,9
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Нето-стоимость активов на акцию		\$1 478 000 000		\$9 885	
Изменения по сравнению с 5/20/86		+7,4%		+126,7%	
Изменения по сравнению с 8/16/85					
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвестиционные ставки (1)	Чистые изменения (2)	Чистый объем владения (2)	Чистые изменения (2)		
Повышение	Понижение	Повышение	Понижение		
5/20	5/20	5/20	5/20		
Акции США	1 089 (86)	-147 (950)	Евр. валют, основ. на DM	795 (25)	+310
Индекс фьючерсы	604	-180	Япон. йена	549	+390
Иностран.		+31	Фунт ст.		-4
Облигации (3)			Доллар США	159	-585
Госуд. США	29	+29	Прочие валюты	202	+54
Краткоср. (4)	29 (570)	-883			
Долгосроч.	1 334	+1334			
Японск. (5)					
Товарно-сырьевая продукция					
Нефть	(43)	+32			
Золото	(34)	-5			

собой разумеется, что я покрыл свою ставку по ценам, близким к верхнему пределу торговых возможностей.

Факт заключается в том, что чрезвычайно трудно поддерживать "нейтральную" позицию на рынке флуктуирующих валютных курсов. Участники рыночного процесса постоянно сталкиваются с необходимостью жизненно важного выбора, а если они не имеют четких взглядов, они, как правило, делают неверный выбор. Можно, конечно, нейтрализовать свою позицию путем

покупки валютных опционов, но тогда за нейтралитет придется заплатить значительную цену. В течение последних нескольких месяцев контрольного периода я не имел такой сильной связи с рынками, как во время самого эксперимента. Я работал над более теоретическими разделами этой книги и провел май и июнь в Европе. Это отразилось на макроэкономических действиях, которые я предпринял в течение контрольного периода: они очень мало добавили к общему результату; если принять во внимание операции с валютой, чистый вклад был негативным. Как показывает следующая таблица, большая часть прибыли была получена благодаря операциям с капиталом.

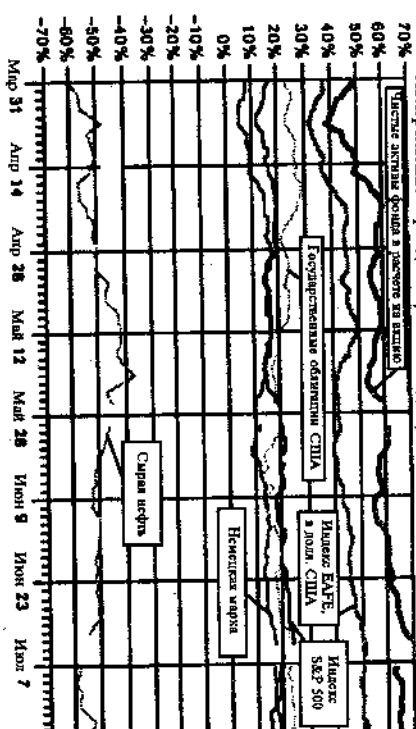
Детальное обсуждение структуры портфеля капитальных вложений увело бы нас слишком далеко в сторону, но стоит указать, по крайней мере, две основные инвестиционные темы: одна относится к финским акциям, а вторая — к акциям японских железных дорог и недвижимости, — и они тесно связаны с концепцией "величайшего в истории бычьего рынка". Концепции, связанные с недвижимостью, распространяются также и на Гонконг. В совокупности эти инвестиции составляют более двух третей всех моих капитальных вложений за пределами США и 40% всех моих капитальных вложений.

Выживет ли тезис "величайшего в истории бычьего рынка" или нет, но в ближайшие несколько месяцев я проведу новый эксперимент; независимо от его результата, этот тезис до сих пор очень помог мне в управлении инвестиционным фондом. Я надеюсь, что если я вновь начну эксперимент, это поможет мне сосредоточиться точно так же, как и в прошлый раз.

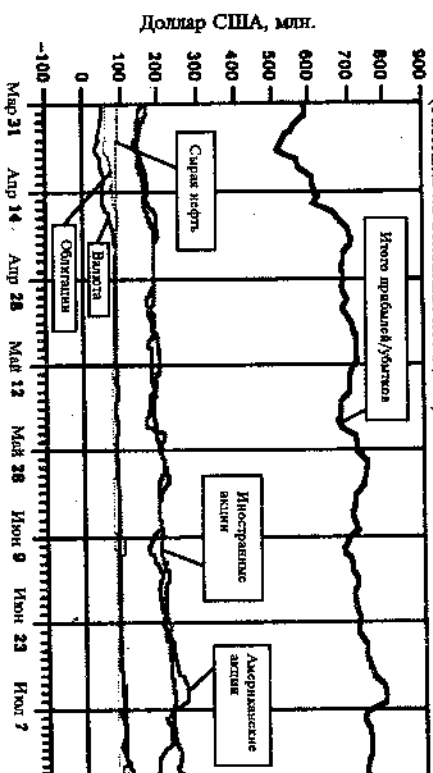
КВАНТУМ ФОНД Прибыли и убытки Первая половина 1986 г. (в млн. долл.)	
Акции	+341,2
Облигации	+22,3
Валюты	+53,3
Нефть	+82,0
Золото	-2,2
Прочее	-16,8
Итого	+479,8

ЧИСТЫЕ АКТИВЫ ФОНДА В РАСЧЕТЕ НА АКЦИЮ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПО РАЗЛИЧНЫМ РЫНКАМ

Контрольный период: с 12/9 1985 г. по 7/20 1986 г.



ПРИБЫЛИ И УБЫТКИ ФОНДА (Разбивка по основным позициям)

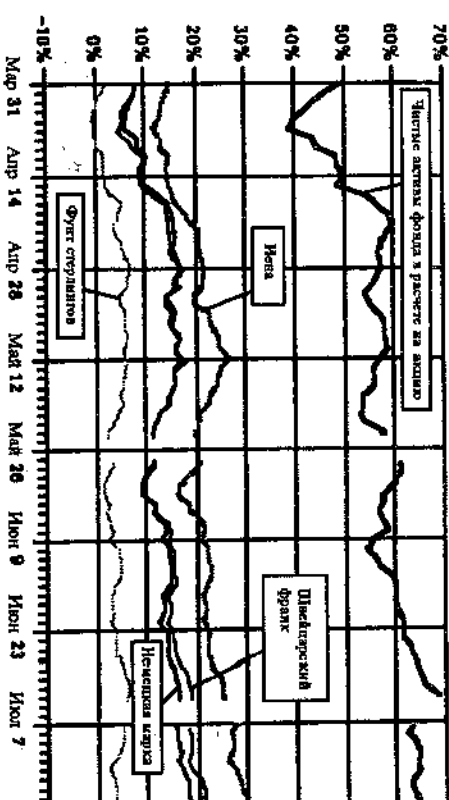


Примечания:

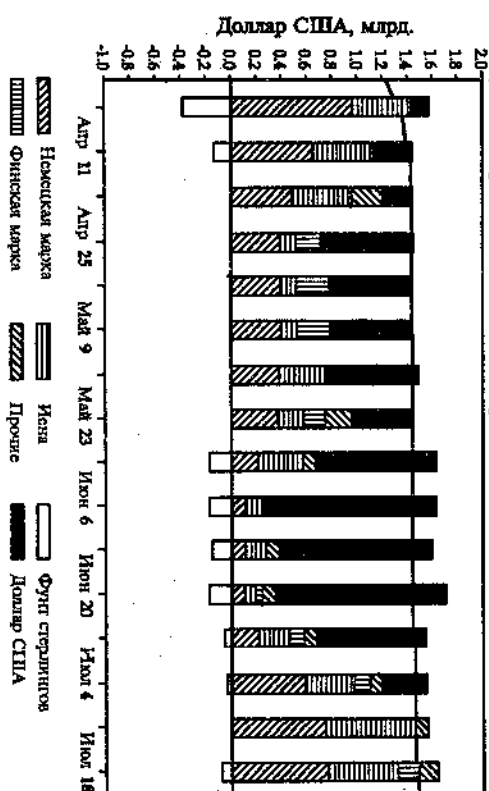
- (1) Все котировки рассчитаны на основе процентного изменения в сравнении с первым представленным днем.
- (2) EAFE — индекс фирмы Морган Стенли Интернейшнл капитал, основанный на котировках фондовых рынков Европы, Австралии и Дальнего Востока, в долларах США.
- (3) В качестве цен на нефть и на государственные облигации указываются цены закрытия ближайших фьючерсных контрактов.
- (4) Прибыли и убытки по валютным включают только форвардные и фьючерсные контракты. Прибыли и убытки по иностранным активам указывают объем валюты, приобретенной или потерянной в результате операции.

КОТИРОВКИ ВАЛЮТ

Контрольный период: с 12/9 1985 г. по 7/20 1986 г.

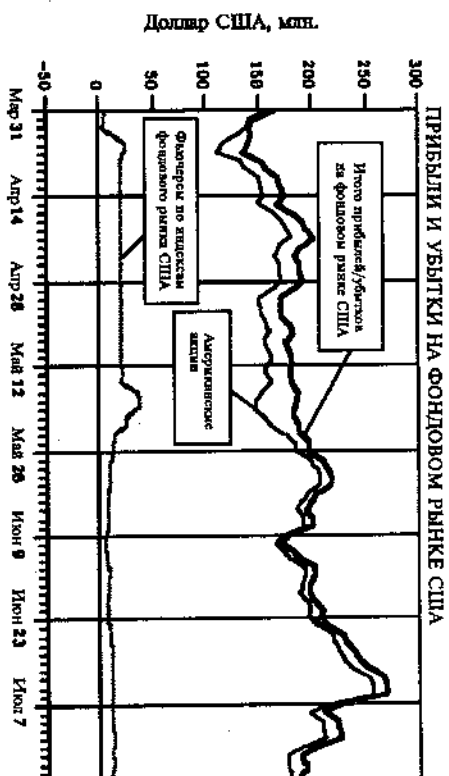
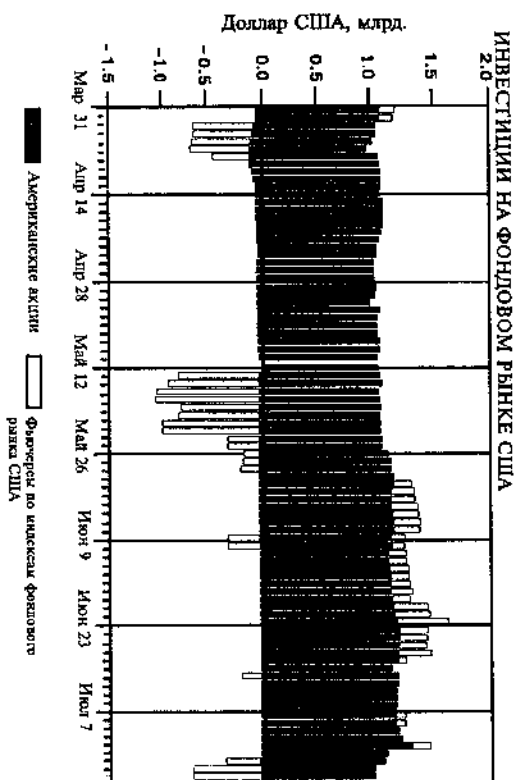
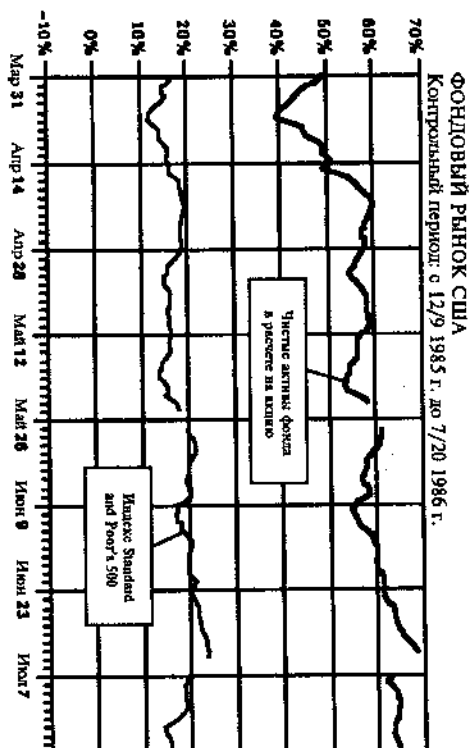


НЕТТО-ОБЪЕМ УЧАСТИЯ В ВАЛЮТНЫХ ОПЕРАЦИЯХ (Линия отражает объем капитала фонда)



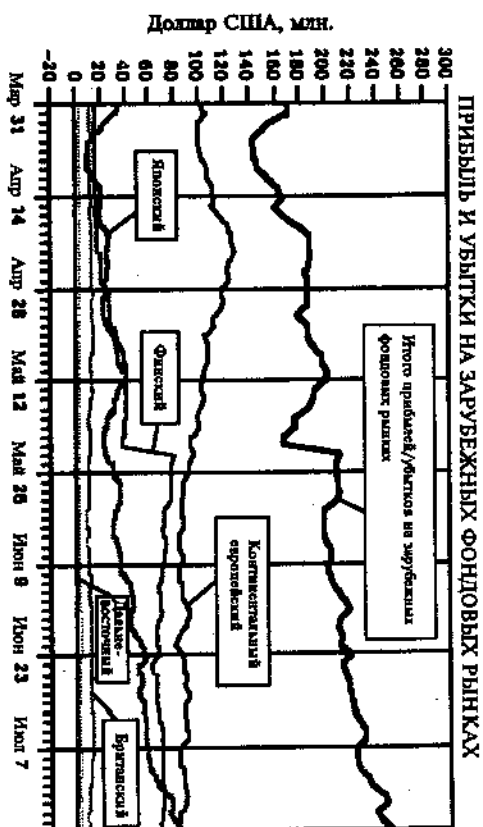
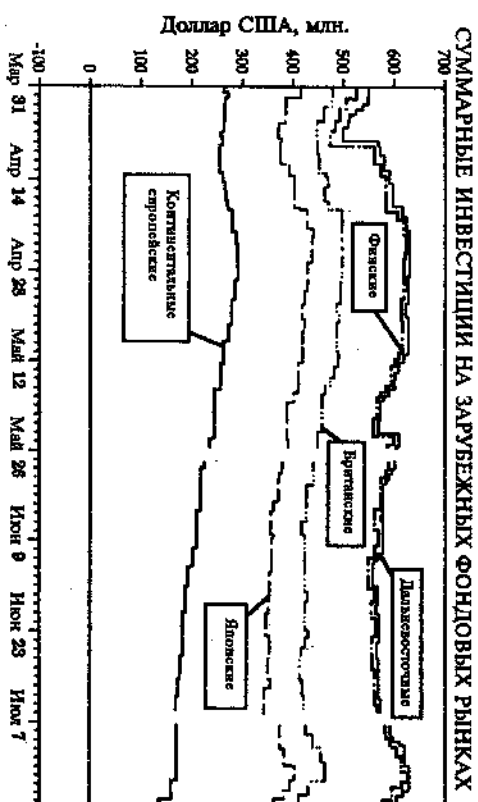
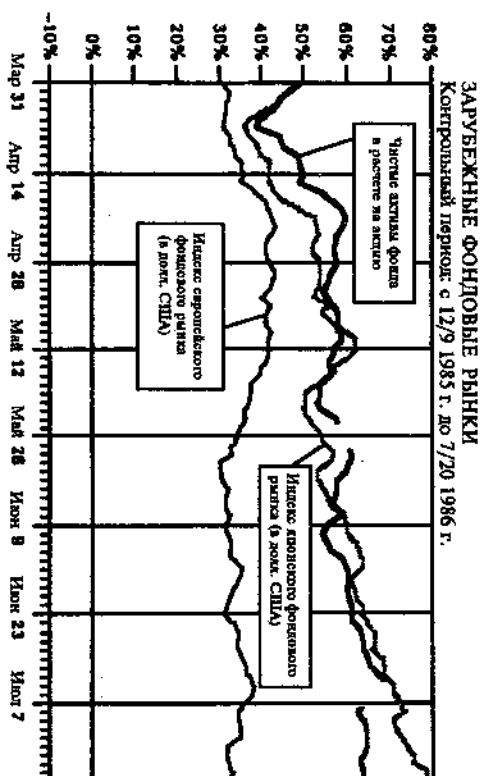
Примечания:

- (1) Все котировки в долл. США рассчитаны на основе процентного изменения в сравнении с первым представленным днем. Используются цены закрытия Нью-Йоркской биржи.
- (2) Нетто-объем участия в валютных операциях включает акции, облигации, фьючерсы, форвардные контракты, наличность, гарантийные взносы и равен общему суммарному капиталу фонда. Отрицательные показатели в долларах США отражают сумму, на которую участие в валютных операциях превышает общий суммарный капитал фонда.
- (3) Объем участия в валютных операциях показан на конец недели.



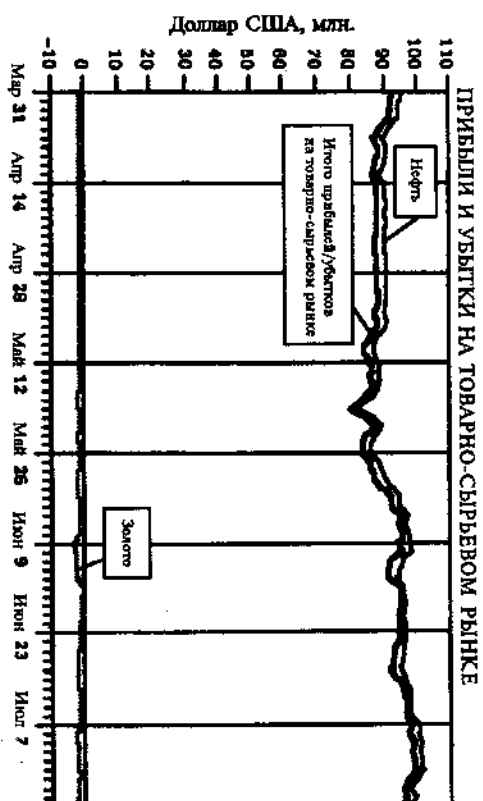
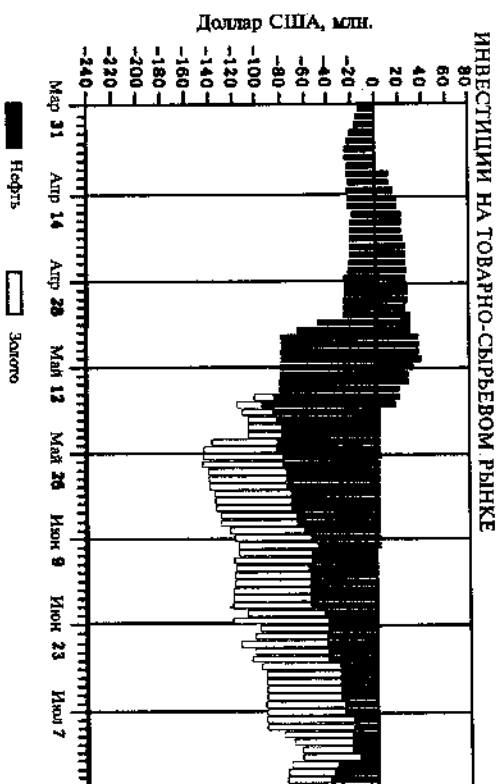
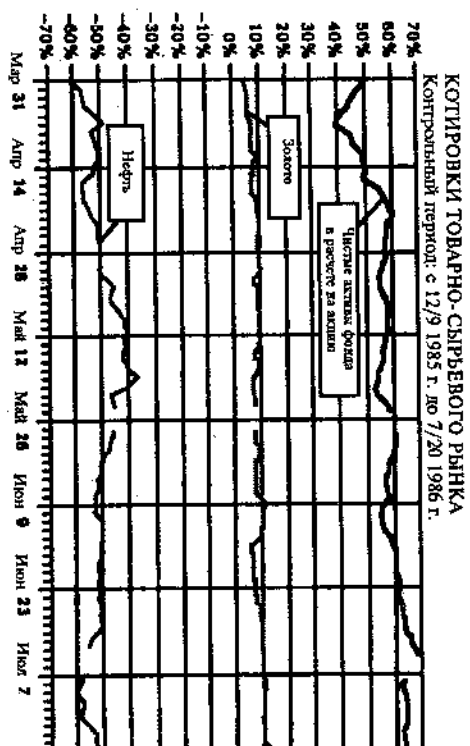
Примечание:

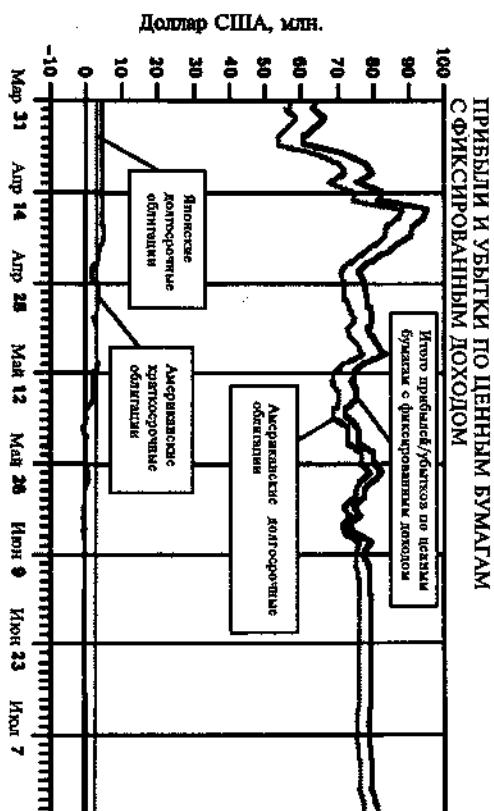
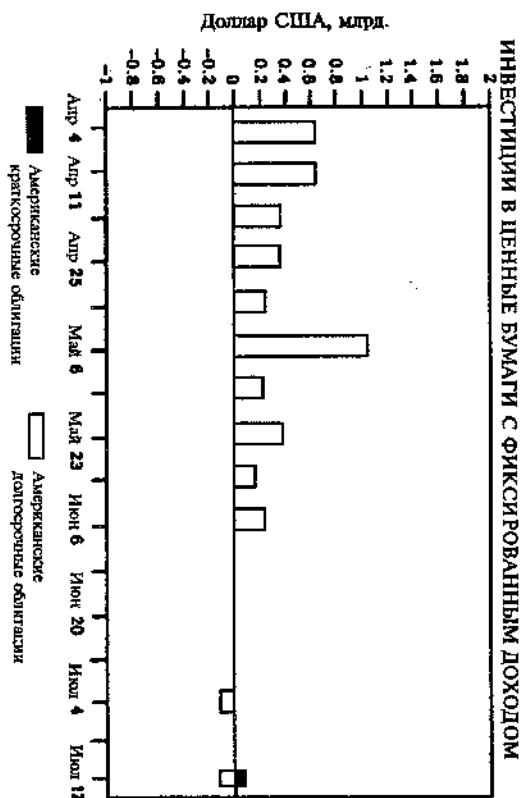
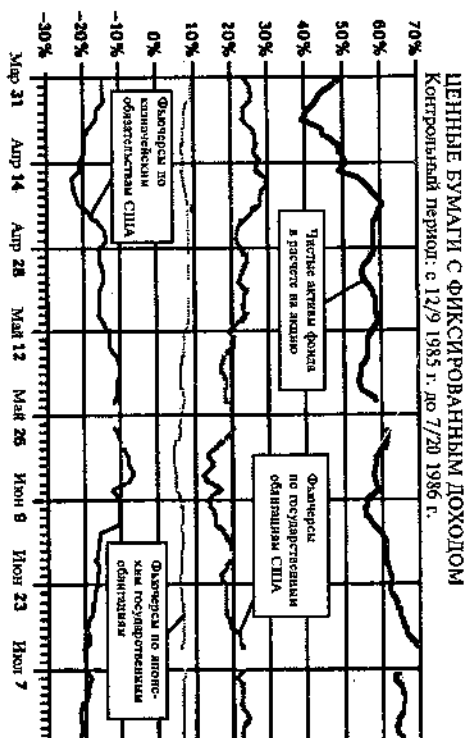
(1) Итоговые прибыли и убытки на фондовом рынке США, включая доходы по акциям и фьючерсам на индексы.



Примечания:

- (1) Итоговые прибыли и убытки на зарубежных фондовых рынках включают прибыль и убытки по инвестициям на зарубежных фондовых рынках.
- (2) Дальневосточные инвестиции включают Гонконг, Корею, Тайвань, Австралию и Таиланд.





Примечания:

- (1) Графики инвестиций в американские краткосрочные облигации и прибыли/убытков построены на основе казначейских векселей, фьючерсов по казначейским векселям и евродолларам и казначейских облигаций сроком до двух лет.
- (2) Все государственные облигации США выражены через общий эквивалент 30-летних государственных облигаций. Основой для перевода является влияние данного изменения доходности на котиры. Например, 4-годовые казначейские обязательства номинальной стоимостью 100 млн. долл. эквивалентны по рыночной стоимости 30-летним государственным облигациям номинальной стоимостью 28,5 млн. долл.
- (3) Фьючерсы на японские государственные облигации значительно менее подвержены ценовым колебаниям, чем государственные облигации США. Например, на 30 июня 1986 г. японские государственные облигации номинальной стоимостью 100 млн. долл. имели тот же показатель изменчивости котировок, что и 30-летние государственные облигации США номинальной стоимостью примерно 60,2 млн. долл. Мы не учитывали эту разницу.
- (4) Ставки показаны на конец недели.

13. Фаза 2: июль 1986 г. — ноябрь 1986 г.

Понедельник, 21 июля 1986 г.*

Я никогда не исключал возможности возникновения дефляционной спирали. Более того, этот тезис оставался одним из самых важных в моих мыслях, когда я начал эксперимент в реальном времени. В конечном итоге я отказался от него в пользу тезиса о "бычьем" рынке, но я продолжал обдумывать его и в течение контрольного периода время от времени действовал в соответствии с ним.

Этот тезис, как я вижу его в настоящий момент, основан на коллапсе цен на нефть. В долгосрочном плане более низкие цены на нефть должны стимулировать экономику, поскольку они снижают производственные расходы и увеличивают располагаемый доход. Эффект аналогичен сокращению налогов с дополнительным преимуществом, состоящим в том, что он возникает за счет стран ОПЕК, а не за счет американского Казначейства, но в краткосрочной перспективе влияние это является негативным.

Во-первых, это прямой удар по затратам на производство нефти и геологоразведочные работы и, что даже более важно, когда цены производителей падают, возникает сильное стремление откладывать покупки. При том, что номинальная процентная ставка в США составляет около 7%, в Японии 4%, пока в США цены производителей падают на 8 1/2% в год, а в Японии — еще быстрее, что может быть лучше, чем хранить сбережения в денежной форме, лучше всего в японских иенах? Считается, что дефляционный эффект должен быть временным, поскольку покупки не могут быть отложены навечно, особенно если покупательский спрос, стимулируемый более низкими процентными ставками и

* Схемы, иллюстрирующие состояние и результаты деятельности Квантум Фонда в фазе 2, идут после стр. 319. Расшифровка заключенных в скобки численных обозначений от (1) до (6), которые используются в таблицах, включенных в дневниковые записи, приводится на стр. 175—176. — *Прим. авт.*

низкими ценами, растет. Но пока он продолжается, существует опасность того, что груз аккумулярованных задолженностей обрушится, затмив собой перспективу итогового роста потребительского спроса.

Объявление, сделанное на прошлой неделе, о том, что корпорация ЭлТиВи по собственной инициативе начала реорганизацию, дает тому образцу. Работая под судебной защитой, корпорация ЭлТиВи может снизить структуру своих расходов и более эффективно конкурировать на рынке до тех пор, пока компания Бетлехем стил также не будет объявлена банкротом и в итоге вся отрасль промышленности не потерпит крах. Пока развивается эта драма, потребители будут делать заказы, скорее всего, лишь со дня на день. Этот сценарий является более сильным вариантом того, что происходит сейчас, в той или иной форме, во многих секторах экономики. Техас и другие нефтепроизводящие регионы быстро превращаются в районы бедствия. Закон о налоговой реформе* угрожает разрушить рынок коммерческой недвижимости; он также ослабляет уже и без того слабый сектор производства товаров производственного назначения. Сельское хозяйство находится в глубокой депрессии, а расходы на оборону, которые были одной из ведущих сил в экономике, находятся на спад. Потребительские расходы остаются последним основным источником экономической силы. Если доверие потребителей будет подорвано, спрос в итоге может никогда не подняться до того уровня, который предполагался. Как сказал Кейнс, в долгосрочной перспективе все мы покойники.

Ситуация усугубляется нестабильностью на валютных рынках. Снижение курса доллара сильно сокращает спектр возможностей для денежно-кредитной стимуляции. Перспективы развития порочного круга, в котором слабый доллар и слабый экономика будут взаимно усиливать друг друга, сейчас более вероятна, чем когда-либо после начала эксперимента в реальном времени.

Комбинация краткосрочного негативного влияния и долгосрочного позитивного влияния называется J-кривой. Этот термин обыч-

* TRA — Tax Reform Act 1986; закон ввел, в частности, новый вид финансового инструмента для обслуживания рынка недвижимости и налоговой системы, с ним связанной: REMIC — Real Estate Mortgage Investment Conduit — усовершенствование ранее предложенного и широко использовавшегося инструмента CMO — Collateralized Mortgage Obligation. В законе были введены также новые правила налогообложения товариществ (partnership): покрытие потерь за счет так называемых активных и пассивных доходов и ряд других положений. — *Прим. ред.*

но используется в связи с валютными*, но может также применятся и к ценам на нефть. Он отражает эффект разового падения стоимости. Если падение стоимости загнивается, скажем, часть J-кривой столь растягивается, что надо говорить уже не о J-кривой, а о пологом склоне.

Я знал об опасностях, которые несет с собой коллапс цен на нефть, задолго до того, как рынки начали их осознавать, но я был убежден ложным чувством безопасности из-за того, что рынки продолжали их игнорировать. Кроме того, я был больше озабочен поиском возможных признаков начинающегося роста, пока недавние перемены на рынке не напомнили мне об этих опасностях, и притом довольно беспеременно. Когда фондовый рынок вошел в штопор 7 июля, моей первой реакцией было рассмотреть это как типичную техническую коррекцию "бычьего" рынка, которая в этом случае, кажется, возникает в начале каждого квартала. Я осознал, что мы находимся в ситуации, когда любой спад на фондовом рынке может стать самоподтверждающимся, тем не менее мне было трудно поверить в то, что крах может наступить как раз в то время, когда на рынке должен наступить период технической коррекции. Более того, было бы наиболее удивительным, если бы большинство технических аналитиков правильно определили этот поворот на рынке. Только неделю спустя, когда спад превалировал допустимые для технической коррекции границы, я стал воспринимать его всерьез.

Я принимаю "медвежий" тезис, но не как обоснованный прогноз относительно нашего будущего, а как утверждение, оказывающее сильное влияние на финансовые рынки. В то же время я не вижу причин для того, чтобы отказываться от "бычьего" тезиса. Напротив, если он поддержит то серьезное испытание, которому сейчас подвергается, он усилится, а срок его действия увеличится. Таким образом, я нахожусь в странной позиции, когда мне приходится действовать на основе двух противоположных утверждений, хотя бы кратко временно. Именно сейчас "медвежий" тезис является более сильным, но я не могу сказать, что предпочитаю на его основе какие-либо действия, ни предвзвешенно, ни в момент его появления. Таким образом, существует опасность того, что я буду действовать на основе этого тезиса только тогда, когда влияние его на рынке начнет ощущаться в полную силу —

* Эффектом J-кривой называют явление запаздывания положительного воздействия снижения курса валюты на торговый баланс. — *Прим. ред.*

ными словами, мне придется продавать по самым низким ценам.

Раньше я уже часто оказывался в подобных ситуациях и я работал определенными подходами, помогающие с ними справиться. Более того, для меня более привычно действовать на основе двух, хотя бы частично противоречащих друг другу тезисов, чем ставить все на один тезис, как я это делал в конце фазы 1.

Мой общий принцип состоит в том, что я не отказывался от ставок, основанных на тезисе, который все еще действует, вместо этого я делал новые ставки в противоположном направлении на основе нового тезиса. В результате я получаю тонкий баланс, который время от времени приходится уравнишивать. Если процесс уравнишивания не помогает защитить портфель вложений, мне приходится сокращать все свои ставки, чтобы просто выжить. Если акт балансировки оказывается успешным, я получаю ликвидные активы, не жертвуя при этом теми ставками, которые мне хотелось сохранить. Вот пример: если я начинаю с полностью инвестированной ставкой на повышение, а затем произвожу короткую продажу в том же объеме, то 20%-й спад, даже если он одинаково затрагивает ставки и на повышение, и на понижение, оставляет меня только с 80% моей ставки на повышение. Если я вовремя выкупаю свои ставки на понижение, я значительно продвигаясь вперед. Но даже если я покрываю свои ставки на понижение с убытком, в итоге я нахожусь в лучшей позиции, чем если бы я не вовремя сделал продажи по своим ставкам на повышение. На практике операции являются намного более сложной, поскольку акт балансировки не ограничивается фондовым рынком.

Давайте рассмотрим сегодняшнюю ситуацию*. Я отреагировал довольно поздно. Падение продолжалось уже неделю, и котировки на рынке находились на расстоянии всего лишь в 5% от своего пикового значения, когда я начал действовать. В понедельник, 14 июля, я на самом деле купил некоторое количество S&P фьючерсов, так как если мы имеем дело с технической коррекцией, операции на рынке должны завершиться с более высокими показателями. В прошлый понедельник, 7 июля, индекс Доу-Джонса упал

* И снова, читателям, не заинтересованным в моих маневрах на рынке, рекомендуется пропустить оставшуюся часть этой главы, за исключением записи, сделанной 22 октября 1986 г., в которой анализируется интересная модель подъем-спад на японском фондовом рынке. — *Прим. авт.*

на 63 пункта, и "медведи" ждали очередного резкого падения в следующий понедельник, чтобы установить каскадоподобный "медвежий" рынок. На следующий день после того, как рынок действительно закрылся с более низкими котировками, я двинулся в обратном направлении и к концу недели сделал ставку на понижение, которая, вероятно, перевешивает мои ставки на повышение. Я также "закотил" определенный объем долгосрочных облигаций и сделал ставки на повышение фьючерсов по казначейским векселям. Затем я перенес свое внимание на рынок фьючерсов по японским облигациям и уволил свои ставки на понижение государственных облигаций США. Основанием для этих маневров послужило то, что я ожидал скоординированных действий по снижению процентных ставок, но с падением доллара американские облигации должны были отреагировать негативно, в то время как японские облигации должны были подняться. Ежедневные изменения в структуре портфеля вложенных представлены в таблицах, после стр. 289.

Я сейчас нахожусь в позиции, которая меня устраивает, но моя поза может меняться ежеминутно. Сейчас я должен быть намного более активным и гибким, чем до сих пор, пока битва между двумя конфликтующими тезисами не завершится. Например, сегодня (понедельник, 21 июля) я покрыл контракты по S&P 500 фьючерсам, чтобы иметь возможность продать больше и по более высоким ценам в тот момент, когда разочарование вследствие того, что каскадоподобный спад на рынке не продолжается, ускорит рост выкупов коротких ставок, если, конечно, это произойдет.

Какими будут мои следующие операции, будет зависеть от итогов встречи стран ОПЕК, которая начнется в следующий понедельник. Если она провалится, мне следует готовиться к худшему; если же, вопреки всеобщему ожиданию, странам удастся достичь соглашения, мне придется переоценить ситуацию.

Понедельник, вечер, 28 июля 1986 г.

Очень трудно описывать шаг за шагом все мои маневры. Вот в чем, кратко, заключалась моя деятельность на прошлой неделе: я сократил свои ставки на понижение S&P фьючерсов до 5000 контрактов (587 млн. долл.) с умеренными убытками; я покрыл часть своей ставки на понижение фьючерсов по государственным облигациям США и получил умеренную прибыль. Я также получил прибыль по части своих недавних ставок на понижение доллара. Чистый эффект будет заключаться в глобальном сокраще-

Июль, 28, 1986

Июль, 28, 1986						
Дата	% измене- ний после	Дата	% измене- ний после			
закртытия 7/28/86	7/21	закртытия 7/28/86	7/21			
DM	2,1515	-1,5	S&P 500	240,23	+1,7	
Иена	158,30	+11,9	Казначейские облигации США	97	-3,0	
Фунт ст.	1,4795	-1,3	Евродоллар	93,43	-0,2	
Золото	347,90	-2,0	Сырая нефть Японские облигации	10,90	-16,7	
			облигации	103,31	0	
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА						
Чистые активы на акцию		\$1 514 000 000				
Изменения по сравнению с 7/21/86		+2,4%				
Изменения по сравнению с 8/16/85		+132,2%				
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)						
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия	Повы- Пони- шение жение	Повы- Пони- шение жение	Повы- Пони- шение жение	
	7/21	(6)	7/21	7/21	7/21	
Акции США	1 020	(99)	-82	Евр. валюты, основ. на DM	678	-117
Индекс. фьючерсы Иностран.	(1053)		-103	Япон. иена	434	-115
	581		-23	Фунт ст.	(25)	0
Облигации(3)				Доллар США	427	+268
Госуд.США				Прочие валюты	341	+139
Краткопр.(4)	59	(572)	+30			
Долгосроч.	1 663		-2			
Японск.(5)			+329			
Товарно- сырьевая продукция						
Нефть	(37)		+6			
Золото			+34			

нии моего риска, связанного с внесением обеспечения, и я оканжусь в позиции, которая, как я полагаю, будет полностью хеджированной.

Сегодня, в понедельник, я получил прибыль благодаря балансированию своей ставки на понижение фьючерсов по государственным облигациям США. Затем доллар упал еще ниже по кажим-то необъяснимым причинам и я почувствовал, что должен прыгнуть с забора на "медвежью" сторону. Я был в толпе тех,

кто сбрасывал фьючерсы по индексам акций и облигаций. Я продал фьючерсы по индексу S&P, которые я за неделю до этого выкупил по более высоким ценам, так же, как и фьючерсы по облигациям, которые я по более высоким ценам покрыл сегодня утром. Мне не было понятно, позитивного или негативного результата встречи стран ОПЕК ожидает рынок; я мог лишь видеть, что по какой-то причине доллар падает, а это оказывало "медвежье" влияние на облигации и акции. Изменения на рынке, которые не могут быть четко объяснены, выглядят еще более путающими. Я решил сначала действовать, а затем искать объяснений. Я намереваюсь завтра переоценить ситуацию и, в случае необходимости, компенсировать сегодняшние действия обратными.

Четверг, вечер, 31 июля 1986 г.

Во вторник я получил умеренную прибыль по S&P фьючерсам, которые я продал в понедельник, а также покрыл свои фьючерсы по облигациям, но только для того, чтобы часть из них вновь продать по более высокой цене.

В среду фондовый рынок продемонстрировал новое умеренное понижение. Я пытался покрыть больше S&P фьючерсов, но котировки на фьючерсном рынке подпрыгнули, и мне удалось получить лишь 1100 контрактов. Я также продолжал делать ставки на понижение на фоне подъема цен на рынке нефти.

Сегодня утром доллар вновь упал, и я намереваюсь вновь занять более "медвежью" позицию по фьючерсам по фондовым индексам. Встреча стран ОПЕК, кажется, не была успешной и им удалось лишь зафиксировать на бумаге различия в своих подходах. Следующим изменением цен на нефть должно быть понижение. Это был сигнал, которого я ждал, решая, в какую сторону прыгать с забора.

Основания для депрессии, кажется, все возрастают. Помимо краткосрочных причин, основанных на дефляционной спирали, существуют также и долгосрочные, связанные со снижением объемов капиталовложений, а нестабильность финансовых рынков в значительной степени демотивирует формирование основного капитала* по всему миру. В США налоговая реформа лишь увеличивает неуверенность; в Европе и Японии падение доллара оказывает давление на маржу прибыли. Проблема заключается в том,

* Англ. fixed capital — основной капитал, основные фонды. — Прим. ред.

Июль, 31, 1986

Дата закрѣтѣ 7/31/86		% иѣне- нѣ поѣ 7/28		Дата закрѣтѣ нѣ поѣ 7/31/86		% иѣне- нѣ поѣ 7/28	
DM	2.1040	+2.2	S&P 500	236,59	-1,5		
Иѣна	155,30	+1,9	Казначейскѣ облигации США	97	0		
Фунт ст.	1,4928	+0,9	Евродоллар	93,46	0		
Золото	352,00	+1,2	Сырая нефть Японскѣ облигации	11,73	+7,6		
				103,64	+0,3		
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА							
Чѣто-ѣтоѣѣ							

что сейчас правительства облагают налогом меньшей, чем обычно, свободой для проведения контратрактической политики. Прежде всего это относится к США, которые зажаты со всех сторон необходимостью поддерживать доверие иностранных инвесторов. У Японии и Европы возможности больше, но они движутся медленнее. Между тем масса аккумулярованных задолженностей оказывает давление: фирма Бетлехем стил прекратила выплату дивидендов по своим привилегированным акциям.

Спад кажется беспредельным, подъем — лимитированным. После вчерашнего подъема фондовый рынок все еще находится в пределах, соответствующих нормальной технической коррекции, сегодняшний день может стать тем днем, когда он выйдет за ее пределы. Если это так, то мои действия, без сомнения, внесут в это свой вклад.

Понедельник, вечер, 4 августа 1986 г.

Ставки на понижение, которые я сделал в прошлый четверг, кажется, работают: к концу дня в пятницу индексные фьючерсы вновь упали, готова очередной "черный понедельник". Сегодня фондовый рынок открылся еще более низкими котировками, но цена на нефть была выше с самого начала. Я беспокоился о том, что страны ОПЕК могут прийти к какому-либо соглашению, и старался выкупить половину своей ставки на понижение. Затем информация о деталях соглашения начала просачиваться и котировки фондового рынка подылились. Мне удалось выкупить только четверть своей ставки на понижение. По завершении сделки я получил умеренную прибыль, но я потерял также и еще нерелизванные убытки по той части, которую мне выкупить не удалось. Сейчас я намереваюсь признать эти убытки, поскольку ос нования для "медвежьей" позиции исчезли благодаря сегодняшнему соглашению по нефтяным квотам. Тот факт, что Иран и Саудовская Аравия пришли к соглашению, является весьма важным: это значит, что какое-либо дальнейшее понижение цен на нефть не согласуется ни с политическими, ни с военными интересами Саудовской Аравии. Сделка может развалиться, но это может произойти только позже. В настоящее время не имеет смысла делать ставки на понижение нефти или акций. К сожалению, я делал ставки на понижение и того, и другого. Я хотел бы выбрать-ся из этой ситуации, но мне надо быть терпеливым. Многие находят в таком же положении, и после первого повышения еще будет возможность повторно это обдумать. В любом случае мне надо быть готовым к тому, чтобы признать убытки.

Август, 4, 1986

Август, 4, 1986

Дата
закр^{тия}
8/4/86

% измене-
ний после
7/31

Дата
закр^{тия}
8/4/86

% измене-
ний после
7/31

DM	2,0865	+0,8	S&P 500	236,00	-0,2
Иена	154,30	+0,6	Казначейские облигации США	97 ²⁵ / ₃₂	+0,8
Фунт ст.	1,4695	-1,6	Евродоллар	93,57	+0,1
Золото	360,30	+2,4	Сырая нефть Японские облигации	13,29	+13,3
				104,11	+0,5

КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА

Чистая стоимость активов на акцию	\$1 504 000 000
Изменения по сравнению с 7/31/86	\$9 834 -2,1%
Изменения по сравнению с 8/16/85	+125,5%

Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)

Инвестиционные ставки (1)	Чистые изменения (2)	Чистый объем валютного участия (6)	Чистые изменения (2)
---------------------------	----------------------	------------------------------------	----------------------

Повы-Пони-После	Повы-Пони-После
шение жение	шение жение
7/31	7/31

Акции США	1 015	(96)	+42	Евр. валюта, основ. на DM	601	-78
Индекс фьючерсов Иностран.	562	(703)	+270	Япон. иена	421	-10
		(44)	-20	Фунт ст.	(15)	0
Облигации(3)				Доллар США	497	+89
Госуд. США	122		-2	Прочие валюты	197	+26
Краткоср. (4)	122	(383)	+59			
Долгосроч.			+702			
Японск. (5)	2 388					

Товарно-сырьевая продукция	
Нефть	(85)
Золото	-12

Суббота, 9 августа 1986 г.

В течение этой недели я сократил общий объем своего участия. Во вторник я покрыл свои ставки на понижение индексных фьючерсов, нефти и банковских акций; я также продал некоторый объем валюты и краткосрочных облигаций. После того как первая волна покрытия ставок на понижение спала, я начал покрывать свои ставки на понижение нефти. В четверг я покрыл свою ставку

на понижение фьючерсов по облигациям. Сегодня я продал основную объем моей валюты.

Единственные значительные ставки, которые у меня остались, связаны с акциями и с фьючерсами по японским облигациям. Единственная новая ставка, которую я сделал, — это ставка на понижение фьючерсов по государственным облигациям США. Это был тактический ход, который я предпринял сегодня после резкого роста котировок при покрытии ставок на понижение, и он неким образом хеджирован моими фьючерсами по японским облигациям.

Первые после начала января наблюдалось уменьшение активов Фонда: стоимость акций упала на 4,2% в течение недели. Убытки возникли в основном от игры на нефти и некоторых моих ставок на фондовом рынке. Изменения в рыночном окружении настигли наконец и нас: некоторые из наших концепций по вложениям в акции перестали работать, и при отсутствии достаточного хеджирования пострадала стоимость наших активов. Мы, вероятно, еще не испытывали в полной степени негативных последствий: обычно все, что может сломаться, ломается одновременно. Именно поэтому, когда дела не ладятся, я предпочитаю окопаться по всем направлениям. Две недели лихорадочной деятельности не принесли ощутимых результатов: настало время вести себя более спокойно. Я все еще слишком сильно погружен в ежедневные события на рынке, но мне необходимо попытаться восстановить взгляд на перспективу. Сократив объемы участия, я могу переоценить ситуацию и перегруппироваться с большей легкостью.

Я считаю соглашение стран ОПЕК весьма важным событием. Страны—производители нефти подошли к краю пропасти и отшатнулись. Вероятно, они в течение некоторого времени будут держаться подальше от обрыва. Инвертированная кривая предложения для нефти работает в обоих направлениях: когда цена на нефть поднимается, давление качать нефть по любой цене уменьшается. Короче говоря, нефтяной картель получил новое право на жизнь. На какой срок — сказать точно невозможно. Но он будет достаточно длительным, чтобы я мог основывать на нем свои инвестиционные решения. Я ожидал, что цены на нефть будут не ниже 15 долл., а более вероятно — 18 долл. к концу года.

С чем же я при этом останусь? Мой негативный сценарий был основан на коллапсе цен на нефть. Стоит ли мне отказываться от него и вновь обратиться безоговорочно к "бычьему" тезису? Такова была моя первая реакция, но я не стал торопиться, так как слишком хорошо вижу много негативных сторон. Одно препо-

Август, 8, 1986

Дата закрытия 8/8/86	% измене- ний после 8/4	Дата закрытия 8/8/86	% измене- ний после 8/4		
DM	2,0660	+1,0	S&P 500	236,88	+0,4
Иена	153,75	+0,4	Казначейские облигации США	99 03/32	+1,3
Фунт ст.	1,4765	+0,5	Евродоллар	93,61	0
Золото	375,60	+4,2	Сырая нефть Японские облигации	14,83	+11,6
				104,01	-0,1

КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА

Нето-стоимость активов на акцию \$9 628
Изменения по сравнению с 8/4/86 -2,1%
Изменения по сравнению с 8/16/85 +120,8%

Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)

Инвестиционные ставки (1)	Чистые изменения (2)	Чистый объем вложений (6)	Чистые изменения (2)		
Повы-Пони-шение	Пони-после 8/4	Повы-Пони-шение	Пони-после 8/4		
Акции США	1 002 (47)	+36	Евр. валюта, основ. на DM	164	-437
Индекс фьючерсы Иностран.	593 (30)	+703	Япон. иена	141	-280
		+45	Фунт ст.	(25)	-10
Облигации(3)			Доллар США	1 192	+695
Госуд. США	49	-73	Прочие валюты	177	-20
Краткоср. (4)	(552)	-169			
Долгосроч. Японск. (5)	2 385	-3			
Товарно-сырьевая продукция					
Нефть	(15)	+85			
Золото		-15			

вие, а именно нефть, — было пройдено. Но за ним есть еще и другие. Наиболее важным является слабость доллара. Я предпочитаю оставаться осторожным до тех пор, пока доллар не стабилизируется.

Пытаясь найти основания для негативного хода событий, я понял, что вернулся к аргументу, из которого исходил в начале эксперимента в реальном времени. В тот момент начался раскручиваться Имперский Крут и существовала опасность того, что он

начнет вращаться в обратном направлении: слабая экономика приведет к слабому доллару и предостератит снижение процентных ставок. И экономика, и доллар являются достаточно слабыми, чтобы считать этот сценарий реалистичным. Что может предотвратить его? Я полагаю, что только осознание опасности может нас спасти. Фондовый рынок говорит, что мы движемся в сторону депрессии; труз невыплаченных займов накапливается; протекционистское давление достигло той точки, когда Конгрессу не хватило лишь нескольких голосов для того, чтобы отклонить президентское veto по этому вопросу. Власти должны осознать, что необходимо что-то предпринять. Раньше им уже удалось однажды достичь согласия — во время встречи Группы Пяти в Плазе. Под давлением обстоятельств будет не слишком сложно сделать это снова. Япония и Германия могут понизить свои процентные ставки, а США могли бы сотрудничать с ними в поддержке доллара. Волкер уже улетел на эти выходные в Германию на похороны Эммингера, и у меня нет сомнений в том, что этот вопрос будет обсуждаться. Вот почему вчера я продал свою валюту. Ставки на понижение фьючерсов по государственными облигациям США имеют меньше смысла, разве что в качестве хеджа. Если доллар будет падать все ниже и ниже, я намереюсь сделать ставку, замещающую мою ставку на понижение доллара, если же доллар стабилизируется, я могу сделать против него ставку на повышение фьючерсов по фондовому индексу. В любом случае, я могу компенсировать ставку на понижение по государственным облигациям США ставкой на повышение фьючерсов по японским облигациям.

В итоге, я продолжаю действовать, имея два альтернативных сценария, но вместо нефти критической переменной стал доллар. Если власти достигнут успеха в стабилизации доллара, я с большей уверенностью смогу поддерживать "Бычий" сценарий. Если им это не удастся, перед нами маячит порочный круг. В настоящее время я готов поставить на позитивное разрешение вопроса, но очень осторожно. Преодолев одно препятствие, мы должны суметь преодолеть и следующее. Но если покрытие моих долларовых ставок окажется ошибкой, мне придется хорошенько поплавать или же принять удар. При том, что до сих пор мои упражнения в хеджировании не имели успеха, мне следует, вероятно, подготовиться к последнему. В конце концов, в моем портфеле вложений уже нет заемных средств, о которых мне следовало бы беспокоиться.

Понедельник, вечер, 18 августа 1986 г.

Фондовый рынок продемонстрировал весьма масштабный подъем котировок; котировки рынка облигаций также оставались твердыми и валюты, кажется, стабилизировались. Стоимость активов фонда достигла новой высоты. Я теперь с большей уверенностью готов согласиться с "Бычьим" сценарием.

Август, 18, 1986					
Дата закрытия 8/18/86			% измене- ний после 8/8		
DM	2,0170	+2,4	S&P 500	247,38	+4,4
Иена	154,32	-0,4	Казначейские облигации США	101 ⁹ / ₃₂	+2,0
Фунт ст.	1,4900	+0,9	Евродоллар	93,81	+0,2
Золото	376,40	+0,2	Сырая нефть Японские облигации	15,61	+5,3
				105,08	+1,0
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 594 000 000			
Изменения по сравнению с 8/8/86		+8,3%			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+139,0%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)		
Повы- Пони- после шение жешие 8/8			Повы- Пони- после шение жешие 8/8		
Акции	1 088 (40)	+93	Евр. валюта, основ. на DM	169	+5
Индекс. фьючерсы Иностран.	347 677 (19)	+347 +95	Япон. иена Фунт ст. Доллар США	199 1 245	+58 +6 +53
Облигации(3)			Прочие валюты	223	+46
Госуд. США	43	-6			
Краткоср. (4)	(465)	+87			
Долгосроч. Японск. (5)	2 427	+42			
Товарно- сырьевая продукция	28	+28			
Нефть	11	+26			
Золото					

Мы были у края пропастей, а сейчас мы постепенно отступаем от него. Был заложен фундамент для скоординированного снижения процентных ставок. Теперь, когда цены на нефть растут, мы вступаем в период накопления товарных запасов. Так как валюты стабилизировались, положительный эффект от снижения курса доллара начал ощущаться. Эти краткосрочные позитивные моменты должны перевесить долгосрочные негативные тенденции, такие, как сокращения в области строительства и слабость в области капиталовложений в основные средства. Основным результатом должно стать продолжение недостаточного роста, который мы до сих пор переживали. В таких условиях фондовые рынки мира могут продолжать подниматься все выше и выше. Законопроект о налоговой реформе может оказать тормозящее влияние на период до конца этого года, поскольку как долгосрочные доходы по капиталу, так и краткосрочные убытки в этом году будут, с налоговой точки зрения, более выгодными, чем в следующем; но, может быть, это соображение, уже нашло свое отражение в рыночных показателях. Профессиональные инвесторы привлекали большие объемы наличности и произвели много операций хеджирования. Если произойдет нечто неожиданное, то лишь в направлении повышения. Это значительный поворот по сравнению с тем положением, которое было несколько недель назад, когда я опущал, что спад был неограниченным, а подъем лимитированным.

Я теперь готов завершить вторую фазу эксперимента. Вместо поворотной точки оказалось, что мы пришли к промежуточному этапу того, что я все еще считал "бычьим" рынком. Я должен вернуться к более спокойному стилю управления Фондом и не так часто пересматривать свои позиции. Фонд находится в хорошем состоянии, хотя я был бы более удовлетворен, если бы имел несколько более высокие объемы ставок на повышение акций и, несколько авантюрную, ставку на повышение нефти.

Лихорадочная деятельность последнего месяца отражена в графиках и таблицах, которые приведены после стр. 289.

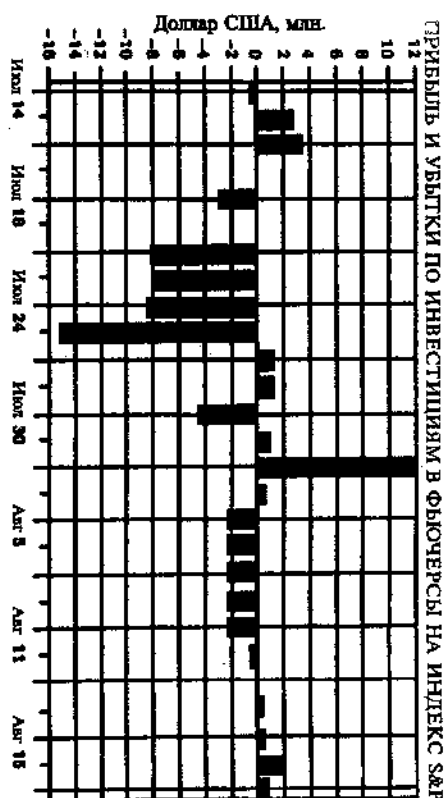
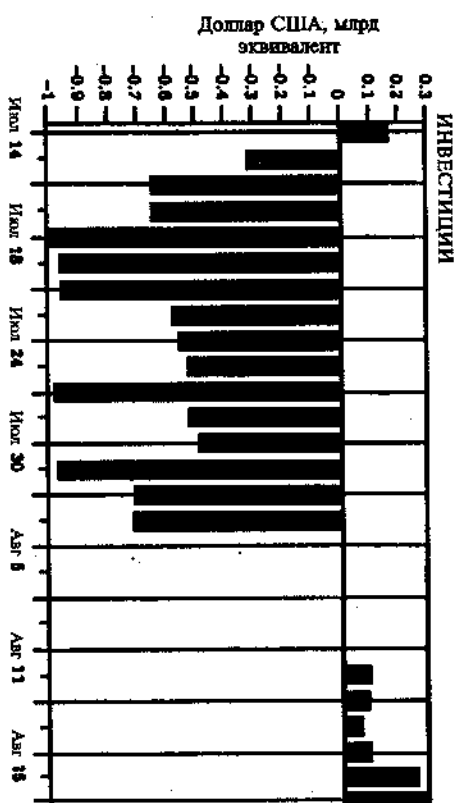
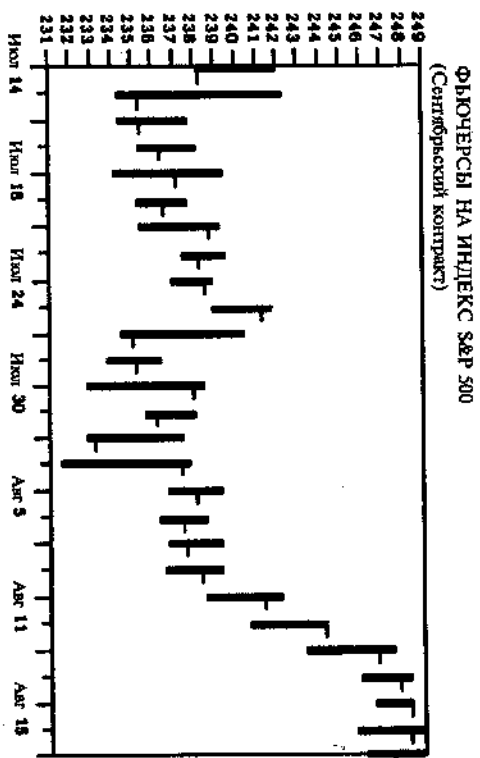
Понедельник, 8 сентября 1986 г.

В прошлый понедельник золото под влиянием переживающего бум рынка платины превысило 400-долларовый барьер, а акции и облигации также распродавались довольно интенсивно. Я инкорпировал эту распродажу, и к четвергу оказалось, что я был прав: индекс Доу-Джонса поднялся до новых значений. Но другие индексы не последовали за ним, и в пятницу рынок ослабел. Про-

Сентябрь, 5, 1986

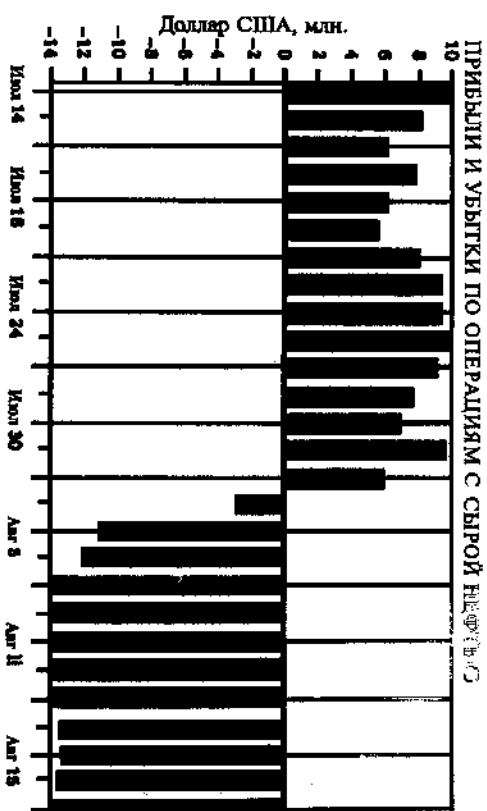
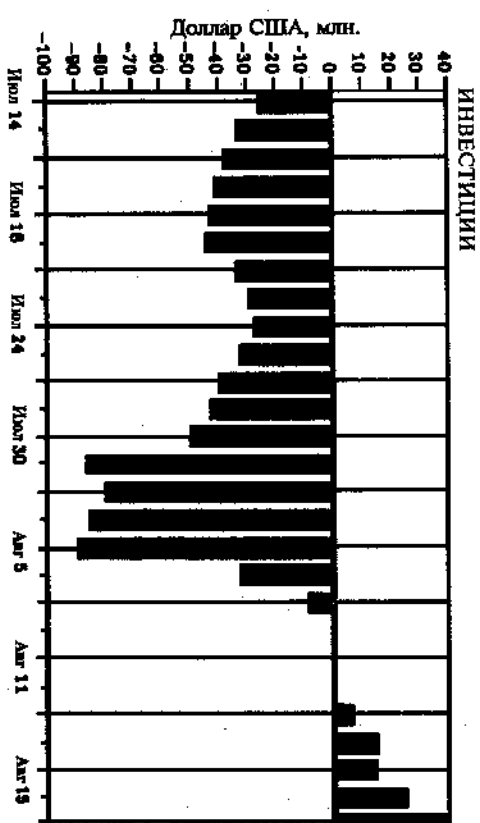
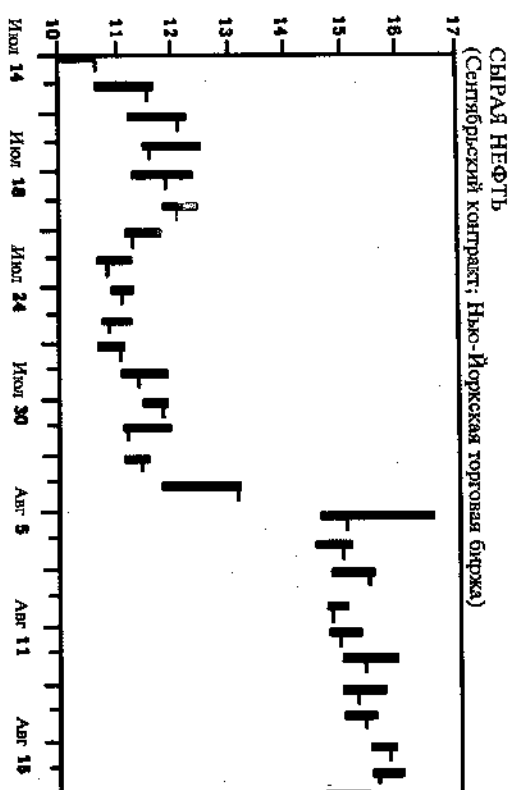
Дата		% измене- ний после		Дата		% измене- ний после	
закрыва 9/5/86		8/18		закрыва 9/5/86		8/18	
DM	2,0487	-1,6	S&P 500	250,48	+1,3		
Иена	155,40	-0,7	Казначейские				
Фунт ст.	1,4940	+0,3	облигации США	97 1/2	-3,7		
Золото	422,80	+12,3	Евродоллар	94,09	+0,3		
			Сырая нефть	16,37	+4,9		
			Японские облигации	105,15	+0,1		
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА							
Нето-стоимость активов на акцию				\$1 638 000 000			
Изменения по сравнению с 8/18/86				\$10 606			
Изменения по сравнению с 8/16/85				+1,8%			
				+143,2%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)							
Инвести- ционные ставки (1)		Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)		Чистые измене- ния (2)		
Повы- Пони- после		ние (2)	Повы- Пони- после		ние (2)		
шение жение 8/18		8/18	шение жение 8/18		8/18		
Акции США	1 214 (33)	+133	Евр. валюта, основ. на DM	153	-16		
Индекс. фьючерсы	499	+152	Япон. иена	162	-37		
Иностран.	654	-4	Фунт ст.	5	+24		
Облигации(3)			Доллар США	1 318	+73		
Госуд. США	11	-32	Прочие валюты	247	+24		
Краткоср.(4)		+465					
Долгосроч.	2 385	-42					
Японск.(5)							
Товарно-сырьевая продукция							
Нефть	76	+48					
Золото		-11					

изошла смена лидеров: циклические и нефтяные акции вышли вперед, а старые лидеры, приносившие инвесторам значительные прибыли, показывали плохие результаты. Я полагаю, что ответственность за это несет законопроект о налогах: ставка налога на долгосрочную прибыль по капиталу в будущем году должна под-
няться.



Сводная таблица операций по инвестициям
во фьючерсы на индекс S&P

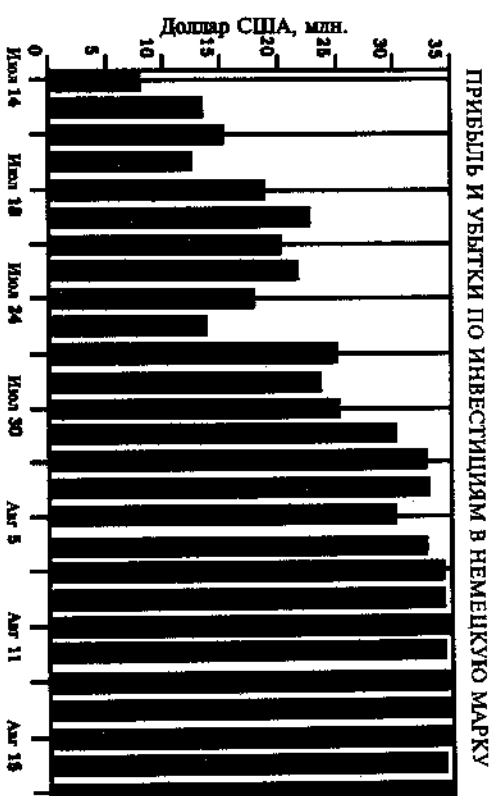
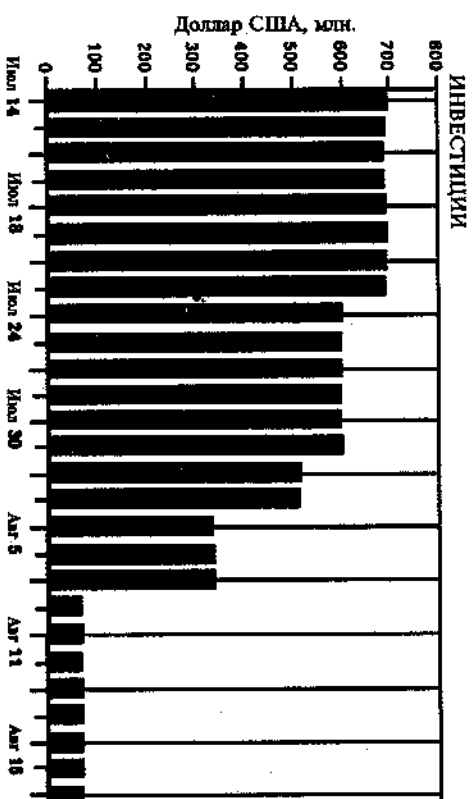
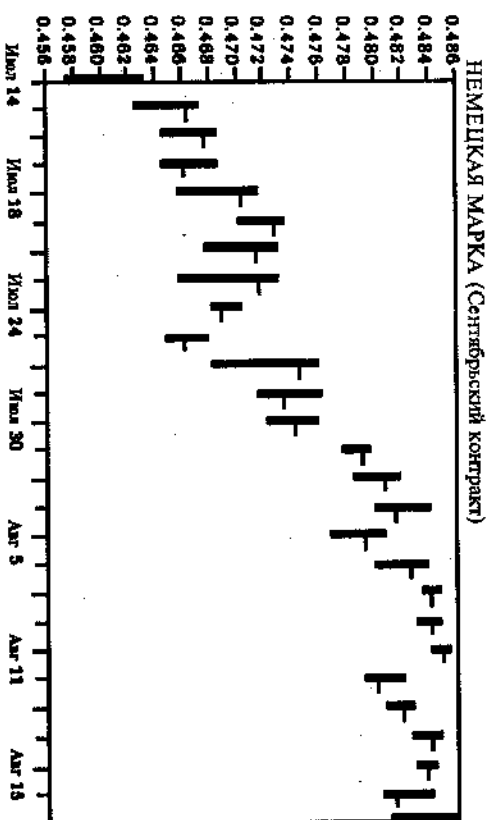
Дата	Объем- леный		Выкуплено		Продано		Совкуп.- Нерели- зованное	
	Цена закр.- тия	ставка, млн. долл.	Сумма, млн. долл.	Цена закр.- тия	Сумма, млн. долл.	Цена закр.- тия	прибыль/ убытки, млн. долл.	заявлено прибыль/ убытки, млн. долл.
Июл 14	238,3	153	153	238,98				(0,435)
Июл 15	235,05	(301)			(456)	237,44	(0,986)	3,059
Июл 16	235,1	(647)			(347)	236,04	(0,986)	4,377
Июл 17	236,15	(653)			(6)	237,50	(0,986)	1,523
Июл 18	236,85	(982)			(324)	236,12	(0,986)	(1,421)
Июл 21	236,35	(921)	59	236,10		237,50	(0,884)	0,613
Июл 22	238,4	(929)	35	235,45	(36)		(0,576)	(7,376)
Июл 23	237,95	(602)	334	238,75			(3,709)	(3,607)
Июл 24	238,4	(595)					(3,709)	(4,732)
Июл 25	240,9	(602)					(3,709)	(10,982)
Июл 28	234,85	(939)			(353)	235,20	(3,709)	4,668
Июл 29	235,1	(588)	374	234,58	(22)	235,61	(1,417)	2,215
Июл 30	237,7	(484)	156	234,79	(47)	236,68	(0,623)	(3,565)
Июл 31	235,95	(952)			(473)	234,93	(0,623)	1,458
Авг 01	233,15	(671)	360	233,76	(35)		2,713	8,893
Авг 04	237,05	(682)					2,713	(2,334)
Авг 05	237,75	0	685	237,80			(1,779)	
Авг 06	237,3	0					(1,779)	
Авг 07	237,45	0					(1,779)	
Авг 08	238,1	0					(1,779)	
Авг 11	241,3	0					(1,779)	
Авг 12	244,2	61	103	241,18	(43)	243,45	(1,779)	0,755
Авг 13	246,45	55			(6)	246,62	(1,382)	1,186
Авг 14	247,55	37			(19)	247,50	(1,246)	0,955
Авг 15	248,05	70	32	247,97			(0,772)	1,041
Авг 18	248,25	256	185	247,11			(0,772)	1,951
Авг 19	247,4	292	37	246,44			(0,772)	1,220



Сводная таблица операций по контрактам с сырой нефтью*

С	По	Тип операции	Сумма операции, млн. долл.	Средняя цена, долл./ барр.	Итого объем- убытков прибы- ли за период, млн. долл.	Итого реализо- вано прибы- ли за период, млн. долл.
Июль 14	ка на понижение	Объявленная став-	15,478	(25,534)	7,750	
Июль 15	ка на понижение	Увеличенная став-	(14,029)	13,038	(41,924)	0,000
Июль 21	Выкуплено вновь	Увеличенная став-	13,737	12,455	(26,535)	3,090
Июль 25	ка на понижение	Покрытая ставка	(49,679)	11,449	(87,654)	0,877
Авг. 01	на понижение	Вновь выдросен-	99,156	15,271	0,000	(19,824)
Авг. 12	повышение	на ставку на	29,44	15,405	28,837	0,000
Авг. 19						(13,789)

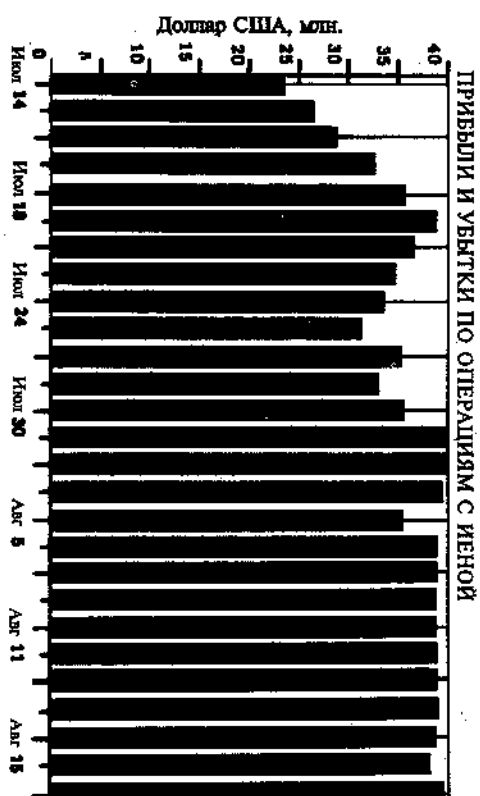
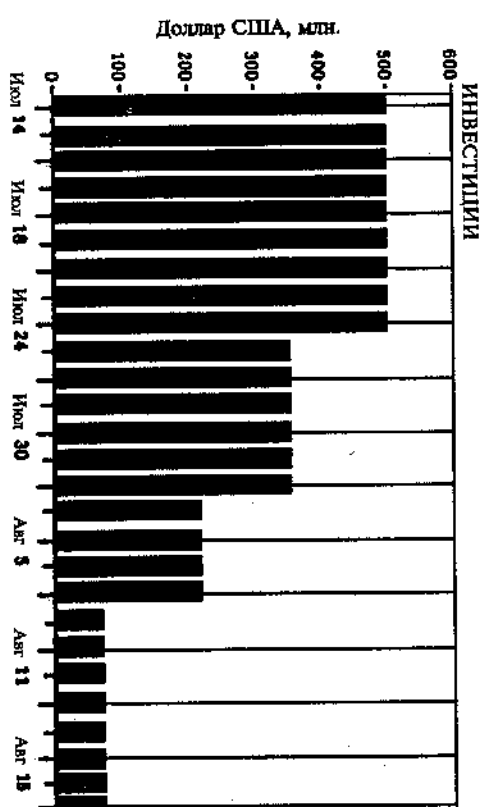
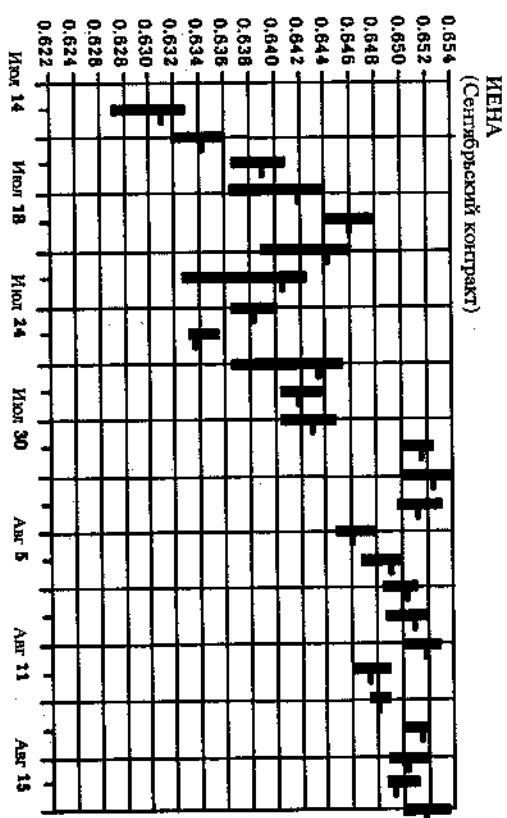
* Показатели включают ставки по контрактам Нью-Йоркской торговой биржи (New York Mercantile Exchange) на сырую нефть и на топливную нефть за различные месяцы. Показанные цены являются взвешенным средним по всем объявленным контрактам и выражены в долл. США за баррель. — *Прим. авт.*



Сводная таблица операций с фьючерсными и форвардными контрактами по немецкой марке*

Дата	Тип операции	Сумма операции, млн. долл.	Средняя цена, долл./1 DM	Итого объем операций, млн. долл.	Итого реализовано	Итого прибыль/убыток за период, млн. долл.	Итого прибыль/убыток, млн. долл.
Июл 14	Объявленная ставка на повышение		0,4580	712,067			7,855
Июл 24	Пониженная ставка на повышение	125,182	0,4692	598,683		2,990	17,108
Авг 01	Пониженная ставка на повышение	81,000	0,4809	530,133		3,857	32,103
Авг 05	Пониженная ставка на повышение	150,380	0,4784	377,627		6,418	29,977
Авг 08	Пониженная ставка на повышение	297,205	0,4843	84,431	16,131		33,986

* Показатели включают ставки по фьючерсным и форвардным контрактам по немецкой марке, со сроком исполнения 9/17. Цены по форвардным контрактам считаются равными ценам по фьючерсным контрактам. — Прим. авт.



Сводная таблица операций
с фьючерсными и форвардными контрактами по иене*

Дата	Тип операции	Сумма операции, млн. долл.	Средняя цена, долл./100 иен	Итого объем операций, млн. долл.	Итого прибыль/убыток за период, млн. долл.	Итого реально-завано
Июл 14	Объявленная ставка на повышение	0,6122	486,666	16,742	23,634	
Июл 24	Пониженная ставка на повышение	(132,040)	0,6408	364,170	5,215	33,178
Авг 05	Пониженная ставка на повышение	(96,870)	0,6458	269,812	3,140	35,747
Авг 08	Пониженная ставка на повышение	(188,307)	0,6507	83,977	8,382	38,161

* Показатели включают ставки по фьючерсным и форвардным контрактам по иене, со сроком исполнения 9/17. Цены по форвардным контрактам считаются равными ценам по фьючерсным контрактам. — Прим. авт.

Рынок также обеспокоен инфляцией. Мои стратегические взгляды не изменились: если власти смогут скоординировать свои усилия, будет продолжаться сдерживаемый рост. Меня воодушевляет относительная стабильность доллара. Тем не менее, представляется, что фондовому рынку необходимо испытать себя, пройдя через некоторый спад. В настоящее время я не ожидаю более чем, скажем, 40 пунктов от индекса Доу-Джонса. Тем не менее я решил сократить свои ставки по S&P фьючерсам наполовину, чтобы сохранить инициативу.

Безусловным оказалось падение японских акций и облигаций, но что-либо сделать здесь невозможно.

Четверг, утро, 11 сентября 1986 г.

Я решил занять более нейтральную позицию. Это означает продажу оставшейся части моих S&P фьючерсов и, вероятно, даже введение ставки на понижение против моих ставок по акциям или же небольшой ставки на понижение государственных облигаций. Я также решил играть на понижение доллара, по большей части против немецкой марки.

Я ожидаю, что американская экономика продемонстрирует свою силу в третьем квартале; я также располагала данными о том, что немецкая экономика продемонстрировала сильный подъем во втором квартале. Соединенными Штатами и Японией был заложен фундамент для скоординированного сокращения процентных ставок в обмен на скоординированные действия по стабилизации доллара. Я полагаю, что Германия также присоединится, хотя и неохотно. Принимая во внимание нынешнее усиление экономики, я полагаю, власти не нажмут кнопку, если только новая атака на доллар не заставит их это сделать, и нажмут ее только тогда, когда это произойдет. Чтобы выставить хедж против этой возможности, я покупаю немецкие марки. Я могу, конечно, понести убытки и на немецких марках, и на японских облигациях, если рост доллара продолжится; но я считаю этот риск невысоким.

На фондовом рынке все более доминируют налоговые соображения. Их трудно предугадать, но я полагаю, что в течение нескольких следующих месяцев давление будет спадать, чтобы затем уступить место сильному подъему в конце года. Там, где у меня нет сильной уверенности, я предпочитаю сокращать объем своего участия.

Сентябрь, 8, 1986

Дата закр. 9/8/86	% измене- ний после 9/5	Дата закр. 9/8/86	% измене- ний после 9/5		
DM	2,0750	-1,3	S&P 500	248,14	-0,9
Иена	156,00	-0,4	Казначейские облигации США	96 24/32	-0,6
Фунт ст.	1,4835	-0,7	Евродоллар	94,04	-0,1
Золото	411,00	-2,8	Сырая нефть японские облигации	15,62	-4,6
				104,30	-0,8
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 592 000 000			
Изменения по сравнению с 9/5/86		-2,8%			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+136,3%			
Структура портфеля неизвестный (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)		
Повы- шение	Пони- жение	Повы- шение	Пони- жение		
9/5	9/5	9/5	9/5		
Акции США	1 189 (32)	-24	Евр. валюта, основ. на DM	151	-2
Индекс. фьючерсы	261	-238	Япон. иена	137	-25
Иностран.	647	-7	Фунт ст.	6	+1
Облигации(3)			Доллар США	1 298	-20
Госуд. США	8	-3	Прочие валюты	223	-24
Краткоср.(4)					
Долгосроч.(5)	2 360	-25			
Товарно- сырьевая продукция					
Нефть	72	-4			
Золото					

Суббота, 13 сентября 1986 г.

Энергичная распродажа в течение последних двух дней застала меня врасплох. Я выполнил программу, намеренную до открытия торгов в четверг, но, очевидно, этого было недостаточно, чтобы заштитить портфель вложений: мы понесли серьезный ущерб. Я не хотел бы предпринимать никаких дальнейших действий, поскольку они легко могли бы усугубить убытки. Объем наших операций не

чрезмерен: нет необходимости в немедленном оккупировании. С другой стороны, в моем арсенале почти не осталось боеприпасов для дальнейших сражений. Я намереваюсь предпринимать как можно меньше действий. Это представляет собой разительный контраст с падением на рынке в июле-августе, которое мне удалось успешно минимизировать. В определенном смысле это падение меня обмануло. Попытки хеджировать его оставили меня в эмоционально подавленном состоянии, и когда наступило более серьезное падение, я заснул на посту.

В ретроспективе мне следовало бы осознать, что законопроект о налоговой реформе может нарушить баланс на рынке, так как он был выпущен в тот момент, когда рынок, несмотря ни на что, консолидировался. Побуждению сначала совершить продажу, а затем обратно выкупить ставку было практически невозможно сопротивляться. Сейчас вопрос заключается в следующем: насколько быстро пойдут падение на рынке и как далеко оно может зайти? Показатель, за которым необходимо наблюдать, это выплаты взаимных фондов при погашении своих обязательств. Интересно, но я не чувствую, что спад может быть неограниченным, как это было в июле: сколько бы низких показателей мы ни достигли в ближайшие три месяца, это станет основой для сильного повышения в конце года, которое, как я полагаю, поднимет цены выше сегодняшнего уровня.

Воскресенье, 28 сентября 1986 г.

Сейчас, когда рынки вновь обрели некоторую степень стабильности, я могу собраться с мыслями и разработать долгосрочную стратегию. Основной вопрос, который мне приходится разрешить, заключается в том, является ли конфигурация, которую я назвал Золотым Веком Капитализма, все еще действующей или мы уже переходим к другой фазе; в последнем случае — какова будет эта следующая конфигурация? Этот вопрос очень похож на тот, который я задавал в начале эксперимента в реальном времени: каков будет результат Имперского Круга? Более того, вопрос может быть поставлен иначе: является ли "Золотой Век Капитализма" длительным феноменом или он — всего лишь временное образование, которое уже исчерпало себя?

Многие признаки указывают на последнюю альтернативу. Позвольте мне упомянуть лишь некоторые из них: увеличение крутизны кривой доходности, рост цен на золото и раскол в действиях Группы Пяти. Фондовый рынок также демонстрирует призна-

Сентябрь, 10, 1986

Сентябрь, 10, 1986						
Дата	% измене- ний после	Дата	% измене- ний после			
закр. 9/10/86	9/8	закр. 9/10/86	9/8			
DM	2,0630	+0,6	S&P 500	247,06	-0,4	
Иена	154,60	+0,9	Казначейские облигации США	97 21/32	+0,9	
Фунт ст.	1,4812	-0,2	Евродоллар	94,05	0	
Золото	404,70	-1,5	Сырая нефть Японские облигации	14,88	-4,7	
				104,01	-0,3	
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА						
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 586 000 000				
Изменения по сравнению с 9/8/86		-\$10 269				
Изменения по сравнению с 8/16/85		-0,3%				
		+135,5%				
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)						
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- ложения (2)	Чистые измене- ния (2)			
Повы- шение	Пони- жение	Повы- шение	Пони- жение			
9/8	9/8	9/8	9/8			
Акции	1 098	(30)	-89	Евр. валюта, основ. на DM	153	+2
Индекс фьючерсы	259		-2	Япон. иена	135	-2
Иностран.	673		+26	Фунт ст.	5	-1
				Доллар США	1 293	-5
Облигации(3)				Прочие валюты	277	+54
Госуд. США	1		-7			
Краткоср.(4)		(96)	-96			
Долгосроч.	2 377		+17			
Японск.(5)						
Товарно- сырьевая продукция						
Нефть	96		+24			
Золото						

ки того, что он находится на высоком пике, хотя и не достиг еще того состояния эйфории, которое можно ожидать от "величайшего в истории бычьего рынка", иными словами, пугать еще не готов допустить. Это фактически главная причина, по которой я отказывался признавать, что мы находимся на пике, и продолжал мыслить в терминах технической коррекции. Это ни в коем случае не значит, что "бычий" рынок определенно завершился, но падение было слишком серьезным, чтобы его можно было счи-

Сентябрь, 12, 1986					
Дата закр ^{тия} 9/12/86	% измене- ний после 9/10	Дата закр ^{тия} 9/12/86	% измене- ний после 9/10		
DM	2,0597	+0,2	S&P 500	230,68	-6,6
Иена	155,30	-0,5	Казначейские		
Фунт ст.	1,4772	-0,3	облигации США	94 ²² / ₃₂	-3,0
Золото	416,50	+2,9	Евродоллар	93,96	-0,1
			Сырая нефть	15,06	+1,2
			Японские		
			облигации	103,05	-0,9
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 484 000 000			
Изменения по сравнению с 9/10/86		-6 4%			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+120,4%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)		
Повы- Пони- после шение жение 9/10	Повы- Пони- шение жение 9/10	Повы- Пони- шение жение 9/10	Повы- Пони- шение жение 9/10		
Акции США	1 109 (42)	-1	Евр. валюта, основ. на DM	905	+752
Индекс. фьючерсы	55	-204	Япон. иена	355	+220
Иностран.	629	-44	Фунт ст.	3	-2
			Доллар США	221	-1072
Облигации(3)			Прочие валюты	249	-28
Госуд. США		-1			
Краткоср.(4)		+96			
Долгосроч.	2 348	-29			
Японск.(5)					
Товарно- сырьевая продукция					
Нефть	97	+1			
Золото					

татъ частью продолжающегося "бычьего" рынка. Вместо этого следует признать, что фаза, которую я назвал Золотым Веком Капитализма, завершилась, и попытаться определить, какой же будет следующая фаза. Даже если окажется, что это будет лишь новая фаза "величайшего в истории бычьего рынка", она должна будет иметь так много новых признаков, что оправданным было бы дать ей иное имя. Сейчас мне совсем неясно, как будут развиваться события. Заявляя, что начинается новая фаза, даже

Сентябрь, 26, 1986					
Дата закртыя 9/26/86	% измене- ний после 9/12	Дата закртыя 9/26/86	% измене- ний после 9/12		
DM	2,0530	+0,3	S&P 500	232,23	+0,7
Иена	154,60	+0,5	Казначейские		
Фунт ст.	1,4360	-2,8	облигации США	95 ² / ₃₂	+1,0
Золото	427,20	+2,6	Евродоллар	94,01	+0,1
			Сырая нефть	14,43	-4,2
			Японские облигации	103,36	+0,3
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 503 000 000			
Изменения по сравнению с 9/12/86		+\$9 728			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+123,1%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)		
Повы- Пони- после шение жение 9/12	Повы- Пони- шение жение 9/12				
Акции США	1 071 (53)	-49	Евр. валюта, основ. на DM	990	+85
Индекс. фьючерсы	(275)	-330	Япон. иена	295	-60
Иностран.	623	-6	Фунт ст.	(10)	-13
			Доллар США	228	+7
Облигации(3)			Прочие валюты	238	-11
Госуд. США					
Краткоср.(4)		(180)			
Долгосроч.	1 986	-180			
Японск.(5)		-362			
Товарно- сырьевая продукция					
Нефть	94	-3			
Золото					

если она и окажется продолжением старой, я избегаю застывания в неверной позе и заставляю себя по-прежнему открыто смотреть на вещи. Сейчас еще слишком рано выступать с какими-либо определенными заключениями.

Предыдущая фаза была основана на международном сотрудничестве, которое сделало возможным не только контролируемое снижение курса доллара, но и скоординированное снижение процентных ставок.

Мировая экономика оставалась вялой, так что денежно-кредитная стимуляция привела к большому "бычьему" рынку финансовых активов. Растущее неравенство между "реальной" и "финансовой" экономикой в мире создает напряжение, которое грозит подорвать международное сотрудничество и потребует нового подхода для того, чтобы избежать кризиса. К сожалению, никаких признаков появления новых политических инициатив, лишь перебранки между союзниками. Сейчас слишком рано прогнозировать, какой выход из тупика будет найден. Я могу указать три основных возможности:

1. *Разбор неразберихи.* J-кривая в конце концов начинает работать, придавая некоторый импульс американской экономике и ослабляя одновременно наших основных торговых партнеров. Мировая экономика остается вялой, денежно-кредитная политика к этому приспособляется. Как только становится ясным, что дезинтерации международной торговли и финансовой системы удалось избежать, возвращается доверие и большие объемы накопленных ликвидных средств вновь вкладываются в финансовые активы. В этом случае мы еще сможем стать свидетелями "величайшего в истории бычьего рынка".
2. *Порочный круг.* Слабая экономика и слабый доллар взаимно усиливают друг друга, приводя к более высоким процентным ставкам и к более высокому бюджетному дефициту. Протекционизм побеждает и провоцирует возмездие, включая и отказ выплачивать задолженность.
3. *Новые политические инициативы.* Под давлением со стороны финансовых рынков (падающий доллар, падение копировок на рынках акций и облигаций и растущие цены на золото) властями приходится предпринимать совместные действия. Доллар стабилизируется, в то время как начинается следующий раунд снижения процентных ставок. США и Советский Союз договариваются о разоружении, делая возможным сокращение военного бюджета. Международные задолженности в конце концов начинают рассматриваться как политическая проблема, и предпринимается шаг для стимулирования экономики менее развитых стран.

Поскольку появление порочного круга должно вызывать политическую реакцию, мы можем говорить лишь о двух основных альтернативах: разбор неразберихи и порочный круг, за которым

следуют новые политические инициативы. В действительности же развитие событий, скорее всего, объединит в себе элементы обеих этих альтернатив. Похоже, что в любом случае финансовые рынки останутся в ближайшее время под давлением.

После встречи стран ОПЕК я поставил на то, что ссора между США и Германией будет залатана и мы разберем неразбериху. Недавно я начал предпринимать действия, страхующие мою позицию; тем не менее результаты последней встречи Группы Пяти показали, что я ошибался. Я намерен энергично на это реагировать.

Я могу понять, каким образом события зашли в тупик. Бейкер искал козла отпущения, а немцы отказались выступать в этой роли. Перспективы сделки были четко видны: американское обязательство стабилизировать доллар в обмен на обязательство Германией понизить процентные ставки. Мне кажется, что заартачился именно Бейкер. Если это так, это выдает слабость его позиции: он не может согласиться на стабилизацию доллара до ноябрьских выборов, поскольку он не может предложить ничего иного, чтобы как-то отразить давление протекционистов. До выборов у финансовых рынков остается много времени, чтобы добиться более адекватной политической реакции. Я намереюсь внести в это свой вклад: я планирую увеличить свои ставки на немецкую марку на 500 млн. долл., свои ставки на понижение государственных облигаций США — со 180 до 500 млн. долл. и свои ставки на понижение фьючерсов по фондовым индексам с 275 до 750 млн. долл. Я также хочу сделать ставки на повышение цен на золото в размере 150 млн. долл. Возможный спад представляется сейчас менее ограниченным, чем несколько недель назад: к тому времени, когда разогласится между политиками будут разрешены, порочный круг может набрать уже полную силу.

Среда, вечер, 1 октября 1986 г.

Одна тактическая ошибка порождает другую: все, что я предпринял в понедельник, за исключением покупки немецких марок, было неверно. Я не преуменьшал важности предшествующей самшиту встречи, о которой было объявлено вчера, но мне следует быть внимательным, чтобы не попасть в порочный круг самому. В настоящее время мне следует переждать. Я полагаю, что сейчас портфель моих вложений разумно и в достаточной сте-

Октябрь, 1, 1986

Дата закр. 10/1/86	% измене- ний после 9/26	Дата закр. 10/1/86	% измене- ний после 9/26	
DM 2,0175	+1,7	S&P 500	233,60	+6,0
Иена 153,85	+0,5	Казначейские облигации США	96 27/32	+1,1
Фунт ст. 1,4450	+0,6	Евродоллар	94,03	0
Золото 425,20	-0,5	Сырая нефть Японские облигации	15,16	+5,1
			103,02	-0,3
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА				
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 511 000 000		
Изменения по сравнению с 9/26/86		-\$9 562		
Изменения по сравнению с 8/16/85		+119,3%		
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)				
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)	Чистые измене- ния (2)
Повы- Пони- шение жение	после 9/26	Повы- Пони- шение жение	после 9/26	после 9/26
Акции США 1 014 (83)	-87	Евр. валюта, основ. на DM 1 415	+425	
Индекс. фьючерсы 635 (575)	-300	Япон. иена Фунт ст. 282	-13	
Иностран. 635	+12	Доллар США 1 (187)	+11	
Облигации (3)		Прочие валюты 240	-415	
Госуд. США Краткоср. (4)	(466)		+2	
Долгосроч. Японск. (5)	1 987			
Товарно-сырьевая продукция 99	+5			
Нефть 150	+150			
Золото				

пени обдлансирован, хотя мне и пришлось потерять на пути к этому некоторую сумму. Если это так, я готов переждать рост котировок акций и облигаций, в особенности потому, что я собираюсь провести месяц в Китае.

Октябрь, 21, 1986

Дата закр 10/21/86	% изме- нен ий после 10/1	Дата закр 10/21/86	% изме- нен ий после 10/1	
DM 1 9845	+1,6	S&P 500	235,88	+1,0
Иена 155,10	-0,8	Казначейские облигации США	94 27/32	-2,1
Фунт ст. 1,4340	-0,8	Евродоллар	93,92	-0,1
Золото 425,20	0	Сырая нефть Японские облигации	15,19	+0,2
			101,35	-1,6
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА				
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 488 000 000		
Изменения по сравнению с 10/1/86		-\$9 422		
Изменения по сравнению с 8/16/85		+116,1%		
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)				
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые изме- нен ия (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые изме- нен ия (2)	Чистые изме- нен ия (2)
Повы- Пони- шение жение	после 10/1	Повы- Пони- шение жение	после 10/1	после 10/1
Акции США 1 104 (108)	+65	Евр. валюта, основ. на DM 1 316	(104)	-99
Индекс. фьючерсы 572 (579)	-4	Япон. иена Фунт ст. 3	-386	
Иностран. 572	-63	Доллар США 273	+2	
Облигации(3)		Прочие валюты 235	+460	
Госуд. США Краткоср.(4)	(466)			
Долгосроч. Японск.(5)	1 607			
Товарно-сырьевая продукция 102	+3			
Нефть 122	-28			
Золото				

Среда, 22 октября 1986 г.

Я прервал свою поездку в Китай, поскольку беспокоился о японской части портфеля своих вложений. Проведя день в Токио, я сейчас направляюсь обратно в Нью-Йорк.

Спад на японском фондовом рынке превратился в подлинный разгром за последние несколько дней. Котировки рынка в целом упали примерно на 15%, но акции, связанные с недвижимостью,

которыми я владею, упали на 25—40% со своих недавних высот. Рынок облигаций, на котором я сделал значительные ставки, также был слабым.

Сейчас, когда я могу на этом сосредоточиться, я понимаю, что происходит. Рост курса иены зашел слишком далеко: Япония несет потери в пользу новых индустриальных стран Тихоокеанского бассейна, и компании, занимающиеся экспортом, сильно пострадали. Мягкой денежной политики недостаточно, чтобы справиться с ситуацией; более того, она стала контрпродуктивной, породив спекулятивный бум, который должен был окончиться крахом. Осознавая это, власти решили снять давление, поднимая курс иены, путем активного стимулирования оттока капитала, а не путем дальнейшего понижения процентных ставок. Эта политика имела успех, иена стабилизировалась, а рынок испытал коллапс.

Я был активным участником одной из самых классических последовательностей подъем-спад в истории и я не смог выйти из нее вовремя. Сейчас я серьезно погрелся. Очевидно, что я должен выйти с этого рынка, но как и когда? Я не знаю, что делать, поскольку мое знание японского рынка чрезвычайно ограничено. Я думаю, что за свое незнание мне придется дорого заплатить.

Довольно странно, что я был застигнут "величайшим спадом в истории" как раз тогда, когда писал о "величайшем буме в истории", но это все же произошло. Я полагаю, что коллапс на японском фондовом рынке будет крупной вехой в современной финансовой истории. Он напоминает классический крах больше, чем любое событие, которое мы можем наблюдать на нашем внутреннем рынке. Котировки японского рынка были резко завышенными, а самоуспокоение — всеобщим, что подтверждается и моим предложением. Глава Банка Японии Сатоси Сумита многократно предупреждал об опасности, но рынок это игнорировал. Я теперь узнаю о том, что паевые трасты* на словах гарантировали 9%-й доход своим инвесторам — нездоровая практика, если таковая вообще имела место. Я должен был бы заметить эти признаки спекулятивных перегибов, но я не сумел этого сделать.

Моим единственным оправданием является то, что я не нахожусь постоянно в Японии: мой предыдущий набег туда состоялся

* *Angl. unit trust* — паевой траст (фонд) — финансовый институт, вкладывающий средства в основном в ценные бумаги; ресурсы такого фонда складываются из стандартных паев (*units*), которые продаются небольшим инвесторам (свободно выкупаются обратно по более низкой цене); дивиденды и проценты, полученные по инвестициям, делятся в расчете на количество паев. — *Прим. ред.*

15 лет назад. В это время я был брокером, выступавшим как советник зарубежных инвесторов. Таким образом, я бежал по внутренней дорожке и обошелся без травм. Теперь я сам являюсь иностранным инвестором и моя судьба типична для случайного инвестора из-за рубежа, который был привлечен бумом: я делал покупки на растущем рынке, а продажи мне приходится делать на фоне падения котировок. Увидев большие прибыли на бумаге, я получаю в итоге реальные убытки.

Тезис, который привлекал меня в Японию, больше не является актуальным, поскольку он был основан на избыточных объемах ликвидных средств, которые создали земельный бум, а также бум на фондовом рынке. Акции железных дорог, которые были стабильными в течение всего периода после последнего бума в 1973 г., продавались лишь за небольшую долю их стоимости в активах. У железнодорожных компаний есть собственный способ накопления активов без демонстрации доходности: поскольку ставка дохода в коммерческой недвижимости традиционно ниже процентной ставки, они могут укрывать от налогов свою доходность путем привлечения займов и инвестирования их в дополнительную недвижимость. Этим способом они достигают и физического роста, и увеличения стоимости своих земель. Ложка дегтя в этой бочке меда состоит в том, что акционеры не получают при этом никаких прибылей: железнодорожные компании находят под государственным регулированием, и если они стремятся увеличивать свою ставку дохода, они не могут увеличивать свои дивиденды. Но изменения уже носят в воздухе: Национальная железнодорожная компания переходит в частную собственность, и ей необходимо продемонстрировать более высокую прибыльность, чтобы ее акции нашли спрос на рынке. Более того, для стимулирования спроса внутри страны необходимо сократить сроки выполнения проектов, связанных со строительством. Это означает, что железнодорожным компаниям требуются новые внешние источники финансирования. В связи с этим как компании, так и их акционеры* заинтересованы в росте котировок их акций, и большинство железнодорожных компаний действительно выпустили облигации с вараантами** при растущих котировках. Иностранные инвесторы первыми осознали этот рефлексивный тезис, но для того, чтобы

* *Angl. shareholders* — гаранты размещения ценных бумаг. — *Прим. ред.*

** *Angl. warrants* — условие облигационного займа в форме ценных бумаг, дающих право на покупку дополнительных облигаций (или акций) заемщика по фиксированной цене. — *Прим. ред.*

проверить его истинность, внутренние инвесторы должны были ему последовать. Это также начало происходить: в начале нового финансового года (1 октября) вновь созданные паевые трасты (те, которые гарантировали своим инвесторам 9% прибыли) подняли объемы акций, связанных с недвижимостью, на рекордный за все времена уровень. Оказалось, что это — кульминация покупок. Спад на рынке в Нью-Йорке поставил перед необходимостью выплат по своим обязательствам Международный инвестиционный фонд Фиделити, который сделал значительные вложения в японские акции, связанные с недвижимостью, и был вынужден продать эти акции в Японии. В то время я знал об этом событии и намеревался продать свои акции во время следующего подъема; но этот подъем так и не наступил, а спад превратился в полный разгром. Я не осознавал изменений в японской государственной политике, направленных на стимулирование экспорта капитала. Я должен был догадаться об этом исходя из факта стабилизации иены. Я же был благодарен, и этому нет оправданий. Сейчас рефлексивный тезис начал работать в обратном направлении. Те же самые факторы, которые подорвали фондовый рынок, вероятно, замедлят бум в области недвижимости. Несмотря на то, что в строительной отрасли ожидается значительный бум, период наибольшего роста цен на землю мы уже, вероятно, миновали. Именно поэтому мне приходится отказываться от своих ставок, стараясь достичь наилучшего.

Я должен постараться не усугублять ошибок своей эмоциональной реакцией. Хеджирование, которое я предпринял еще до ухода с рынка, не защитило меня от потерь в Японии; напротив, оно даже стоило мне некоторой суммы. Я могу абсорбировать свои убытки, понесенные в Японии; но если я буду усугублять их иными убытками, я могу серьезно пострадать. Однако и бездействовать я тоже не могу. Я должен приспособливаться к меняющимся обстоятельствам. Каковы же они?

Прежде всего, представляется, что котировки иены достигли пика, и я не удивлюсь, если они упадут, скажем, на 10%. Отток капитала намного превысил избыток текущего платежного баланса страны* и только потому, что большая часть сделок с капиталом была хеджирована, спрос и предложение иены оставались сбалансированными на протяжении двух месяцев. По мере того как участники рыночного процесса будут все более убеждаться, что

пик спроса на иену остался позади, у них может возникнуть все большая готовность держать доллары, приближая поворотную точку в существующем тренде. Однако из-за опасений, связанных с возможными политическими последствиями, маловероятно, чтобы государство допустило слишком сильное падение курса иены.

Я продал свои иены вчера и намереваюсь сделать ставку на понижение на сумму, равную примерно половине моей ставки на повышение немецкой марки. Если немецкая марка не упадет из-за солидарности с иеной, я могу даже усилить свои ставки на повышение немецкой марки — половина против доллара, половина против иены. В то же время, я наполовину сокращаю свои ставки на повышение золота до тех пор, пока не обрету более отчетливую точку зрения.

Я также продал около 20% своих японских облигаций, просто для того, чтобы получить некоторую свободу действий. Но я полагаю, что было бы ошибочным ликвидировать мою ставку по текущим пониженным ценам. Доходность возросла примерно на 50—70 базисных пунктов*. В отличие от подобных ситуаций в прошлом, правительство, вероятно, будет сопротивляться дальнейшему росту процентных ставок, особенно если спад на фондовом рынке и ослабление иены будут продолжаться.

В то же время мои ставки на понижение государственных облигаций США менее логичны, чем несколько недель назад: японские инвесторы, вероятно, выступают во всей своей силе на следующем аукционе. К тому времени эффект соглашения между странами ОПЕК станет полностью ошутим; я намереваюсь покрыть по этому случаю свои ставки на понижение и, вероятно, сделаю даже ставку на повышение.

В настоящее время мой портфель вложений в американские акции представляется разумно хеджированным, и я счастлив, что могу оставить его в этом состоянии. Я склонен к тому, чтобы играть на понижение, но я ограничиваю себя, чтобы не усугубить своих ошибок. Я менее обеспокоен по поводу прибылей по гонконгским акциям, связанным с недвижимостью, которые в настоящее время находятся на своем пике — во многом в результате покупок, которые совершают японцы.

Я также был бы счастлив, если бы мне удалось продать свои нефтяные контракты ко второй половине ноября, когда наступит

* *Ваш роинт* — сопла доля процента, показател, используемый для учета изменений в процентных ставках, в доходах по ценным бумагам и т.п. — *Прим. ред.*

Я сейчас убежден в том, что "величайший в истории бычий рынок" мы уже миновали. Могут произойти случайные всплески спекулятивной активности, но основной напор уже иссяк. Снепая уверенность, которая является важной составляющей на зрелом "бычьем" рынке, не может быть успешно восстановлена. Снад был менее зрелищным, чем этого можно было бы ожидать от "величайшего в истории бычьего рынка", хотя классические кульминационные моменты можно было наблюдать во Франции, Италии, а сейчас и в Японии. Ближе всего мы подошли к кульминационному моменту в США во время короткого периода лихорадочного ташения обязательств взаимными фондами в сентябре. Я чувствую себя довольно глупо, так как не смог распознать эти признаки. Факт состоит в том, что "бычий" рынок был резко пресечен финансовыми органами, прежде чем он смог достичь своих максимальных размеров. Они могут еще больше понизить процентные ставки, но эффект уже не будет тем же самым. "Бычий" рынок был основан на переходе от физических активов к финансовым; дальнейшая денежно-кредитная стимуляция, вероятно, приведет к переходу к ликвидным активам, включая золото.

Сейчас царит временное затишье: прорехи в ОПЕК удалось заделать, но без прочной основы. Обменные курсы валют стабилизировались, но без должной международной кооперации. Американская экономика переживает период временной отточки, прежде чем вступит в силу налоговая реформа; то-той же причине фондовый рынок держится на плаву благодаря сделкам, которые должны завершиться до конца года. Что принесет с собой следующий год?

* Англ. short selling или sellings hot — "короткая" продажа — продажа "мелвежких" ценных бумаг, которых нет в наличии, в надежде на снижение цен и проведение обратной операции. — *Прим. ред.*

Октябрь, 24, 1986			
Дата закрыва 10/24/86	% измене- ний после 10/21	Дата закрыва 10/24/86	% измене- ний после 10/21
DM 2,0335	-2,6	S&P 500 238,26	+1,0
Иена 161,70	-4,3	Казначейские облигации США 95 ²⁹ / ₃₂	+1,3
Фунт ст. 1,4130	-1,5	Евродоллар 93,99	+0,1
Золото 407,50	-4,2	Сырая нефть японские облигации 15,02	-1,1
			101,95 +0,6
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА			
Нето-стоимость активов на акцию	\$9 214	\$1 455 000 000	
Изменения по сравнению с 10/21/86	-2,2%		
Изменения по сравнению с 8/16/85	+111,3%		
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)			
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)
Повы- Пони- шение жение	после 10/21	Повы- Пони- шение жение	после 10/21
Акции			
США 1 069 (123)	-50	Евр. валюты, основ. на DM 792	-524
Индекс. фьючерсы Иностран.	(675)	Япон. иена Фунт ст. 2	-631
	523	Доллар США 1 396	-1
Облигации(3) Госуд.США Краткоср.(4) Долгосроч. Японск.(5)	(465)	Прочие валюты 216	+1123
	1 234		-19
Товарно-сырьевая продукция			
Нефть 99	-3		
Золото 80	-42		

Мне удалось продать иены на сумму в 750 млн. долл. незадолго до падения иены. Когда немецкая марка не смогла сопротивляться росту доллара, я сократил свои ставки на немецкую марку на ту же сумму. Я сейчас полностью хеджирован, имея ставки на повышение немецкой марки и ставки на понижение иены. Я не заработал на этом маневре, но мне удалось сохранить свои прибыли.

Я также пытался во время первого подъема котировок избавиться от половинны своих вложений в японские акции, но мне это не удалось: японский брокер изменил своему слову и приобрел лишь половину того объема, по которому он взял на себя обязательства ранее, что составляло $1/8$ общего объема моего участия. Хуже всего то, что он знает теперь о моих намерениях. Этот бизнес, кажется, будет кровавым.

Я начинаю ощущать беспокойство по поводу своих ставок на понижение государственных облигаций США и S&P фьючерсов. Так как доллар растет, аргументация против повышения процентных ставок ослабевает, и если котировки облигаций повысятся, ставки на понижение S&P фьючерсов могут оказаться ошибкой. Все сейчас ожидают, что японцы будут приобретать государственные облигации во время октябрьского рефинансирования; таким образом, мне надо действовать с опережением. Во вторник состоится аукцион семилетних облигаций; мне необходимо воспользоваться этим случаем и действовать. Я могу начать с продажи или сокращения своих ставок на повышение во время подъема, который, как я ожидаю, последует за успешным аукционом.

В настоящее время на фондовом рынке доминируют программы торговли и схемы страхования портфелей*. Эти схемы выявляются несобоснованными по своей природе; практически они гарантируют определенный убыток в обмен на спокойствие в период спада на рынке. Инвестор может получить прибыль, только если спад продолжится довольно долго или если у него останется силы характера для того, чтобы отказаться от хеджа в момент спада на рынке, что маловероятно, иначе, если бы он мог обеспечить прибыль, он, прежде всего, не покупал бы страховку портфеля своих вложений. Само выражение "страхование портфеля" является ложной метафорой, поскольку оно основано на аналогии со страхованием жизни; но смерть — вещь неизбежная, а крах — нет.

Подъем на фондовом рынке выявит недостатки в страховании портфеля вложений, позже рынок будет значительно более подготовлен к спаду. Я ожидаю, что такой спад последует за следующим сокращением краткосрочных процентных ставок. Тем не менее фон-

* Англ. *portfolio trading* — торговля финансовыми инструментами на основе компьютерных программ, например: покупка всех акций, входящих в определенный список ("портфелю") или в индекс, на котором базируются фьючерсы и опционные контракты.

Англ. *portfolio insurance* — портфельное страхование, — схемы автоматического страхования портфеля с помощью индексных фьючерсов (с использованием компьютеров). — *Прим. ред.*

довый рынок еще раз может достигнуть своих сегодняшних высоких показателей. При прочих равных условиях в конце года должен произойти значительный рост, который будет вызван предстоящими ему продажам, обусловленными изменениями в налоговом законодательстве. Ноябрьские выборы также, безусловно, повлияют на рынок, но я не знаю, каким образом.

Суббота, 1 ноября 1986 г.

Это была лихорадочная и трудная неделя. Она началась с коллапса цен на нефть в связи с решением Саудовской Аравии вступить в новые компенсационные сделки. Мне удалось ликвидировать большинство своих вложений в сырую нефть до спада, но падение цен на сырую нефть значительно затруднило претворение в жизнь оставшейся части моего плана. Тем не менее, во вторник ко второй половине дня мне удалось покрыть половину своих ставок на понижение индекса акций и перейти от ставки в 500 млн. долл. на понижение государственных облигаций к ставке в 800 млн. долл. на их повышение. Но аукцион 7-летних облигаций прошел неудачно — я, вероятно, был самым крупным покупателем, — и к вечеру во вторник я терпел поражение на всех фронтах. Затем произошло два неожиданных события: снятие шейха Ямани с поста министра нефтяной промышленности Саудовской Аравии и сообщение о том, что японская учетная ставка будет понижена. Внезапно мои позиции стали выглядеть намного лучше. Я использовал эту возможность для того, чтобы сократить свои вложения в японские акции, связанные с недвижимостью, и увеличить вложения в государственные облигации США до 1200 млн. долл. Я также увеличил свою перекрестную ставку — повышение немецкой марки — понижение немецкие марки на сумму в 250 млн. долл., так что в итоге в долларах я получил небольшую ставку на понижение.

Оказалось, что я не вовремя приобрел дополнительные объемы государственных облигаций США, поскольку цены на нефть резко поднялись вслед за сообщением о требованиях нового министра нефтяной промышленности Саудовской Аравии о созыве внеочередной встречи ценового комитета ОПЕК. Ситуация чрезвычайно сложная, но многие полагают, что она демонстрирует победу Ирана, а Саудовской Аравии придется поднять цены, даже если это будет означать сокращение объемов продажи нефти. Я придерживаюсь иной точки зрения, но я еще не слишком убежден в ее правоте. Я считаю, что Саудовская Аравия публично вы-

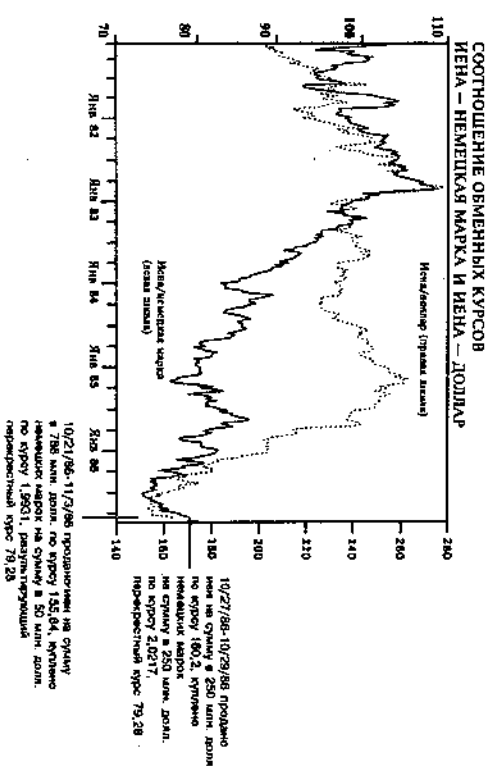
Октябрь, 31, 1986

Дата закрытия 10/31/86	% изменение после 10/24	Дата закрытия 10/31/86	% изменение после 10/24		
DM	2,0661	-1,5	S&P 500	243,98	+2,4
Йена	163,25	-1,0	Казначейские облигации США	98 03/32	+2,3
Фунт ст.	1,4065	-0,5	Евродоллар	94,11	+0,1
Золото	403,60	-1,0	Сырая нефть Японские облигации	15,27	+1,7
				102,96	+1,0
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистые активы на акцию		\$1 469 000 000			
Изменения по сравнению с 10/24/86		\$9 296 +0,9%			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+113,2%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)
Повы- шение	Пони- жение	Повы- шение	Пони- жение	Повы- шение	Пони- жение
Акции США	1 015 (99)	-30	Евр. валюта, основ. на DM	1 280 (955)	+488
Индекс. фьючерсы	460 (327)	+348	Япон. йена	3 (955)	-220
Иностран.		-63	Фунт ст.	3	+1
Облигации(3)			Доллар США	1 141	-255
Госуд. США			Прочие валюты	201	-15
Краткоср. (4)	1 073	+1538			
Долгосроч.	1 232	-2			
Японск. (5)					
Товарно- сырьевая продукция					
Нефть	79 (28)	-127			
Золото		-1			

ступит за фиксацию цен на нефть на уровне 18 долл., но она не оставит своих компенсационных сделок и будет продолжать в полную силу бороться за свою долю на рынке. Поскольку невоз- можно поддерживать цены на нефть на уровне 18 долл. без гло- бального сокращения производства, вероятно, что переговоры будут превратны и начнется следующий этап ценовой войны. Однако Саудовской Аравии следует быть осторожной, чтобы не испор- тить отношения с Ираном. Я снова начал делать ставки на по- нижение нефти, но в небольших объемах, поскольку я не могу

позволить себе слишком сильно рисковать. Я уже сделал доста- точно большие вложения в облигации. Если мои облигации сра- ботают, я, вероятно, стану действовать смелее и с нефтью, если не будет слишком поздно.

В последние два дня этой недели было опубликовано значи- тельное число показателей, свидетельствующих о более сильной экономике, что ослабило мою стратегическую позицию. Доллар поднялся, но перекрестная ставка йены/немецкая марка работала в мою пользу (см. схему ниже), особенно в пятницу, после того, как было выпущено совместное японско-американское заявление. Заявление подтверждало тезис, на котором была основана моя перекрестная ставка: все давление, которое направлено на дол- лар, будет сконцентрировано на европейских валютах — и, воз- можно, на золоте. Если же экономика США окажется более силь- ной, чем я предполагал, немецкая марка может упасть даже боль- ше, чем йена, поскольку она обладает большей ценовой изменчи- востью. Таким образом, эта ставка не лишена риска: но я не могу себе представить, чтобы доллар смог занять еще более сильную позицию. Мой основной риск заключен в облигациях и в том, что оказалось перекрестной позицией: повышение облигаций — по- нижение фондовых индексов. Дело не в том, что я упустил чрез- мерное внимание экономической статистике, поскольку она все- го лишь подтверждает наличие временного подъема, предшеству- ющего изменениям в налоговом законодательстве; я хотел бы и далее наблюдать за нефтью; основным предметом моего беско- койства являются выборы; они должны состояться в следующий



вторник, и их эффект я не могу оценить. Проблема в том, что моя способность терпеть убытки сократилась в результате тех потерь, которые мне уже пришлось понести как вследствие своих макроэкономических манипуляций — хедж, который я выставил до своего визита в Китай, обошелся мне довольно дорого, — так и вследствие вложений, входящих в мой инвестиционный портфель, которые продолжают распыляться. Поэтому я чувствую себя спокойно и считаю, что несколько превысил должны объемы своего участия.

Суббота, 8 ноября 1986 г.

Игра на аукционе государственных облигаций не сработала: первоначальные прибыли превратились в убыток. Я сократил свою ставку, чтобы ограничить убытки. Новости по поводу нефти были противоречивыми, и я решил отойти от активных операций; я также воздержался и от операций с золотом в то же самое время. Все, что у меня сейчас осталось — это перекрестная позиция: повышение облигаций/понижение фондовых индексов, которую я считаю временной; ставка на повышение японских облигаций, которую я могу постепенно ликвидировать или частично переклочить на немецкие облигации; и мои валютные ставки, которые представляются вполне обоснованными.

Большая часть моих недавних макроэкономических операций оказалась неудачной; только решение сделать ставку на понижение индекса результатов этого дня. Я могу использовать прибыль на нем, либо чтобы компенсировать убытки по другим операциям, либо чтобы защитить свои прибыли, полученные от операций с немецкой маркой, но не в обоих этих направлениях. В любом варианте мои макроэкономические манипуляции не смогли защитить меня от ухудшения моих инвестиций, и активы Фонда сократились.

Это удобный момент для завершения эксперимента в реальном времени, поскольку он постепенно деградирует, превращаясь в дневник моей повседневной торговой деятельности. Она не лишена интереса — я слежу за стохастическому методу проб и ошибок, который, как представляется, в итоге приносит позитивные результаты — но моя деятельность довольно беспорядочна, поскольку в ней все же преобладают ошибки, а это уводит нас слишком далеко от первоначальной цели эксперимента. Причина, по которой я заставил читателей в течение некоторого времени мучительно следить за ходом моих мета-манипуляций, заключается хотя бы в том, что я стремился дать им более сбалансированную картину, чем та, которая, воз-

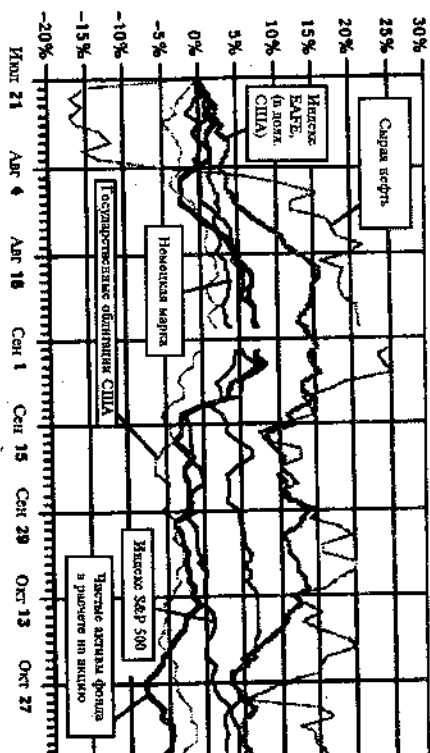
Ноябрь, 7, 1986

Дата закр 11/7/86	% измен- ний после 10/31	Дата закр 11/7/86	% измен- ний после 10/31		
DM	2,0610	+0,2	S&P 500	245,77	+0,7
Иена	163,00	+0,2	Казначейские		
Фунт ст.	1,4310	+1,7	облигации США	96 ¹⁰ / ₃₂	-1,8
Золото	388,60	-3,7	Евродоллар	93,92	-0,2
			Сырая нефть	15,17	-0,7
			Японские облигации	103,09	+0,1
КАПИТАЛ КВАНТУМ ФОНДА					
Чистая стоимость активов на акцию		\$1 461 000 000			
Изменения по сравнению с 10/31/86		+\$9 320			
Изменения по сравнению с 8/16/85		+113,7%			
Структура портфеля инвестиций (в млн. долл.)					
Инвести- ционные ставки (1)	Чистые измене- ния (2)	Чистый объем ва- лютного участия (6)	Чистые измене- ния (2)		
Повы- шения	Пони- жения	Повы- шения	Пони- жения		
10/31	10/31	10/31	10/31		
Акции США	1 022 (71)	+35	Евр. валюта, основ. на DM	1 334 (956)	+54
Индекс фьючерсы	(544)	-217	Япон. иена		-1
Иностран.	436	-24	Фунт ст.	7	+4
Облигации(3)			Доллар США	1 076	-65
Госуд. США			Прочие валюты	201	0
Краткоср.(4)	750	-323			
Долгосроч.	983	-249			
Японск.(5)					
Товарно- сырьевая продукция					
Нефть	41	+28			
Золото		-38			

можно, была представлена одной лишь фазой 1. Но мне необходимо где-то подвести черту и вернуться к первоначальному вопросу — а именно, к разрешению противоречий, внутренне присущих Имперскому Круту. Я вдруг начал беспокоиться, что процесс записи моих мыслей для публики, может повлиять на мою способность признавать и исправлять свои ошибки, так как это сделало бы мои записи еще более беспорядочными. Здесь я имею в виду прежде всего хедж, который я выставил до своего визита в Китай и который стоил мне столь дорого.

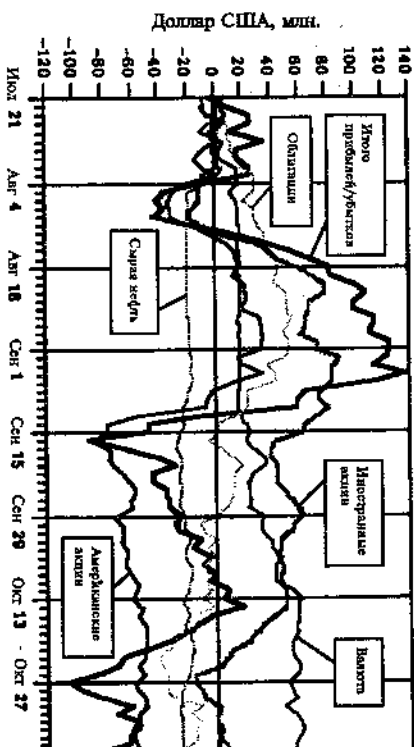
ЧИСТЫЕ АКТИВЫ ФОНДА В РАСЧЕТЕ НА АКЦИЮ

Распределение по валютным рынкам
Фонд вступает с 7/21 до 11/7 1986 г.



ПРИБЫЛИ И УБЫТКИ ФОНДА

(Разлика по основным позициям)

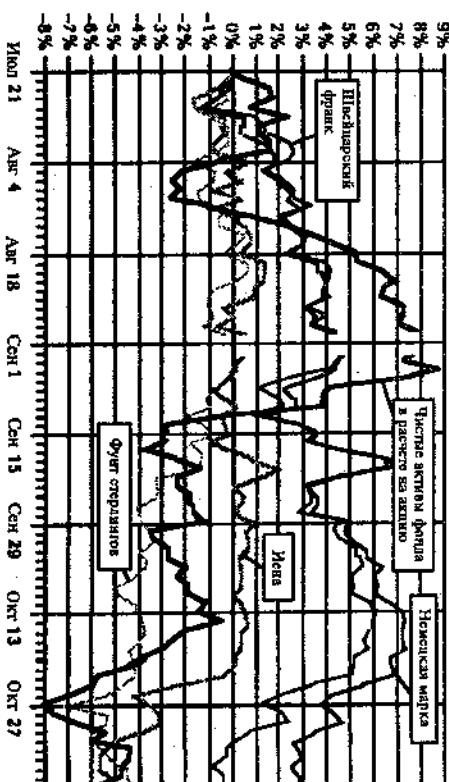


Примечания:

- (1) Все котировки рассчитаны на основе процентного изменения в сравнении с первым представленным днем.
- (2) EAFE — Индекс фирмы Морган Стенли Интернейшнл Капитал, основанный на котировках фондовых рынков Европы, Австралии и бирж Дальнего Востока, в долларах США.
- (3) В качестве цен на нефть и на государственные облигации указываются цены закрытия ближайших фьючерсных контрактов.
- (4) Прибыли и убытки по валютам включают только форвардные и фьючерсные контракты. Прибыли и убытки по иностранным акциям указывают объем валюты, приобретенной или потерянной в результате операции.

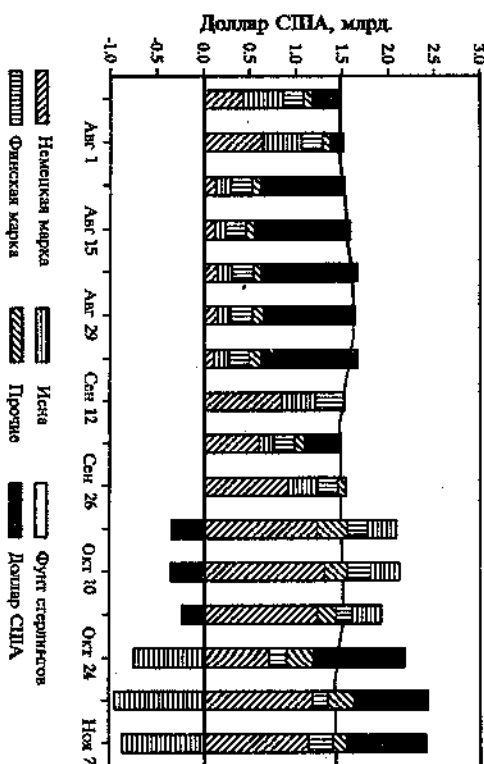
КОТИРОВКИ ВАЛЮТ

Фонд вступает с 7/21 до 11/7 1986 г.



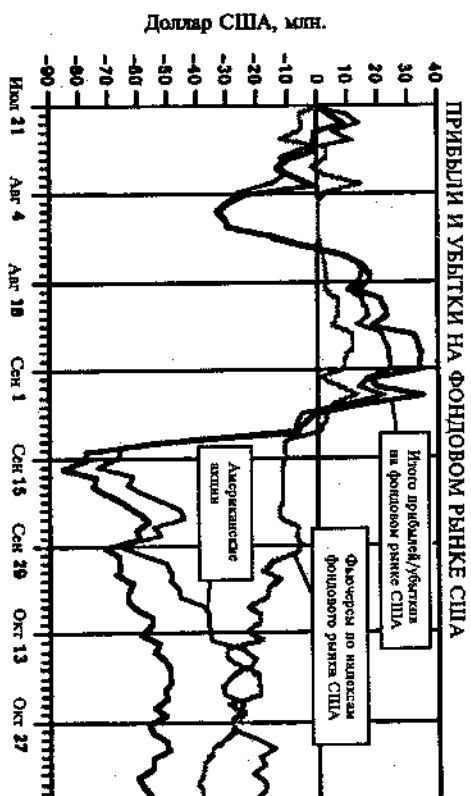
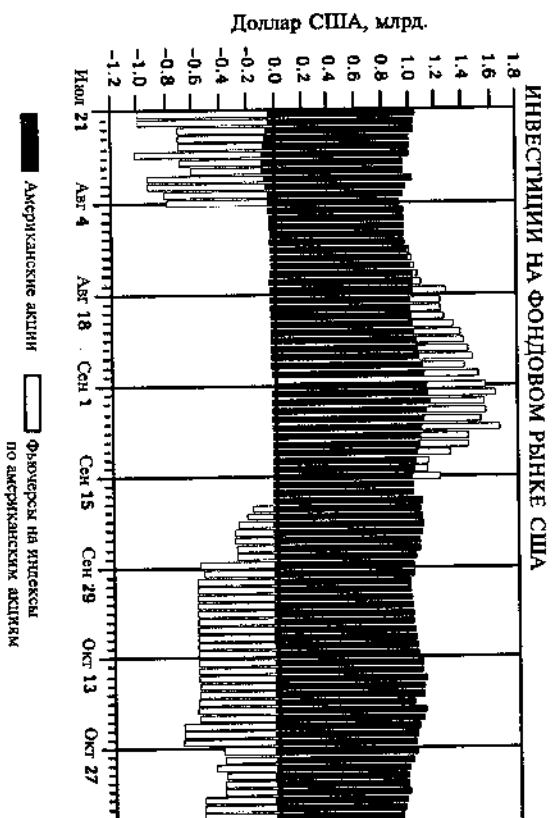
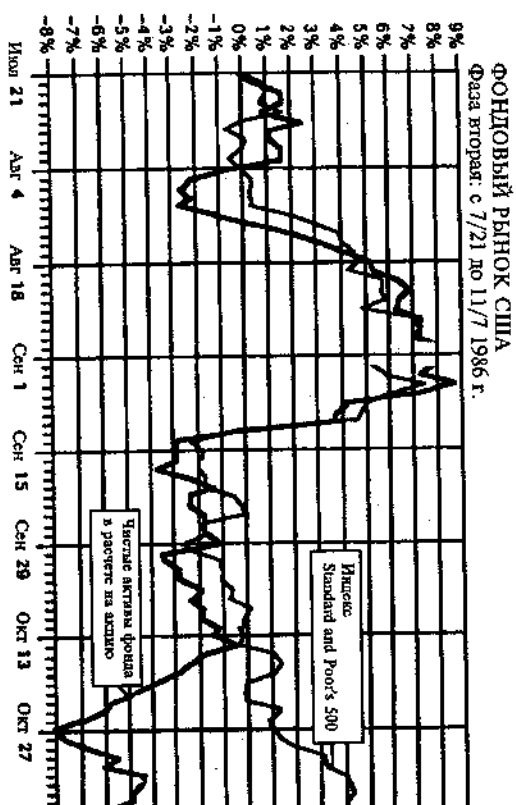
НЕТО-ОБЪЕМ УЧАСТИЯ В ВАЛЮТНЫХ ОПЕРАЦИЯХ

(Линия отражает объем капитала фонда)



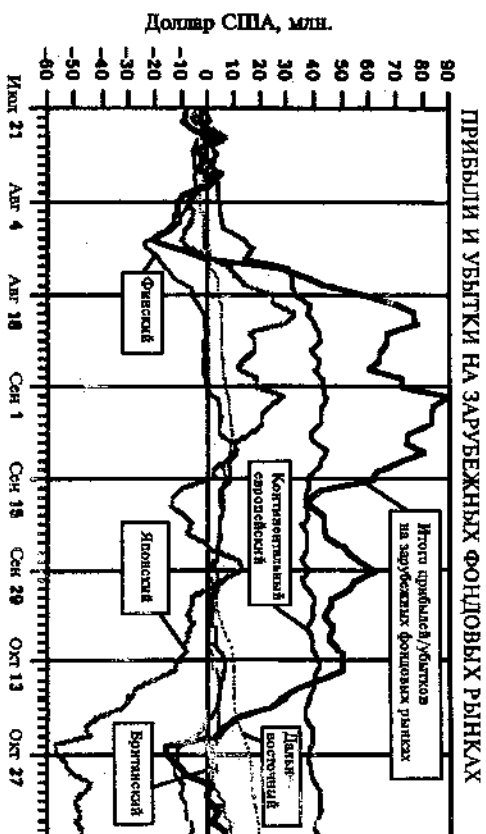
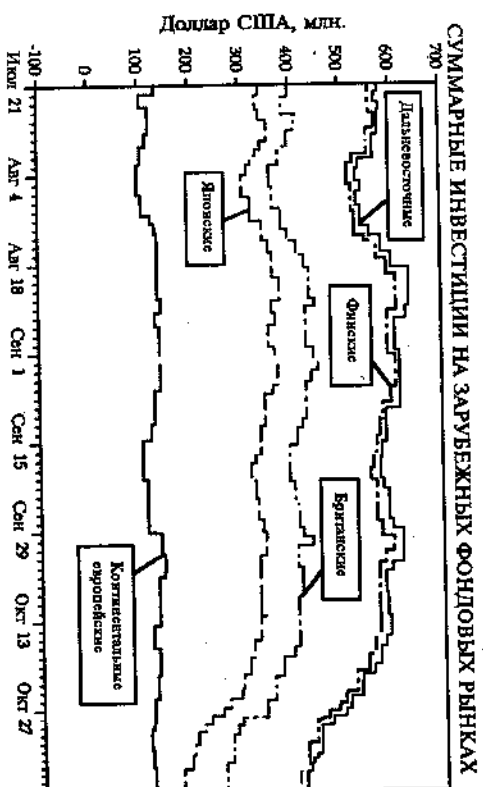
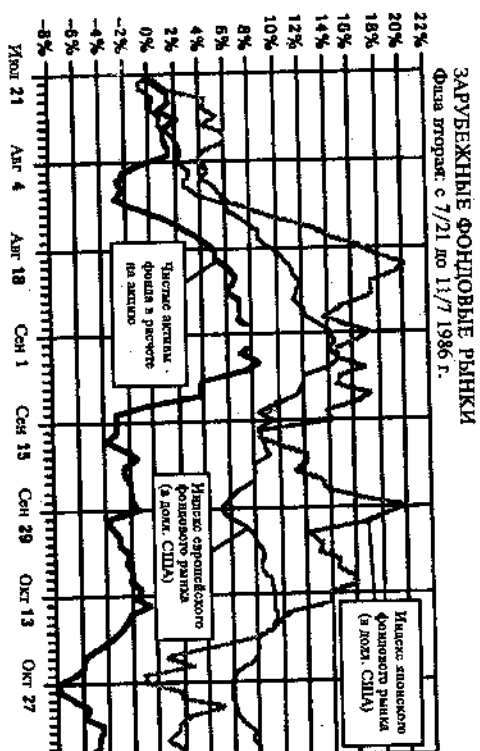
Примечания:

- (1) Все котировки в долл. США рассчитаны на основе процентного изменения в сравнении с первым представленным днем. Используются цены закрытия Нью-Йоркской биржи.
- (2) Нето-объем участия в валютных операциях включает акции, облигации, фьючерсы, форвардные контракты, наличность, гарантийные взносы и равен общему суммарному капиталу фонда. Отрицательные показатели в долларах США отражают сумму, на которую участие в валютных операциях превышает общий суммарный капитал фонда.
- (3) Объем участия в валютных операциях показан на конец недели.



Примечание:

(1) Итоговые прибыли и убытки на фондовом рынке США включают прибыли и убытки от операций с акциями и фьючерсами на индекс.

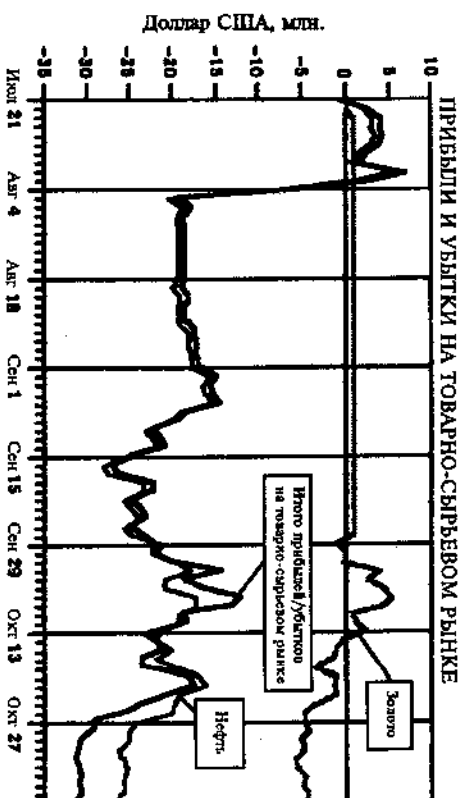
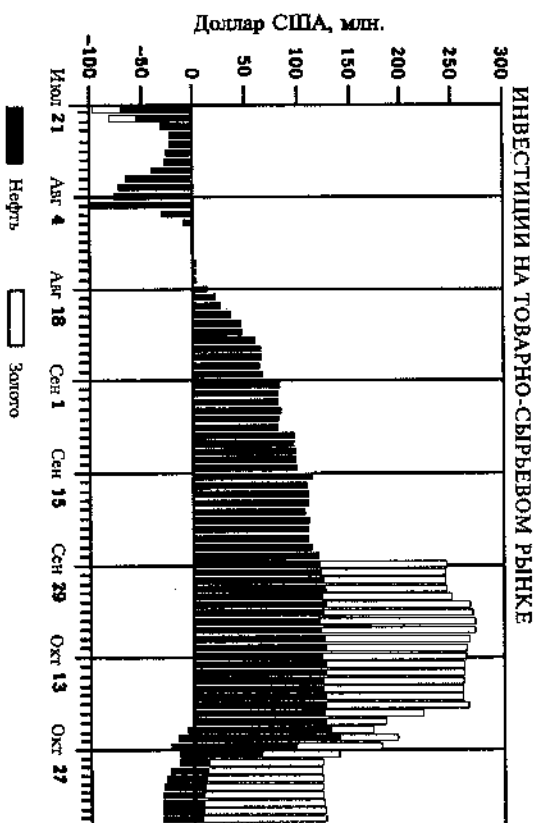
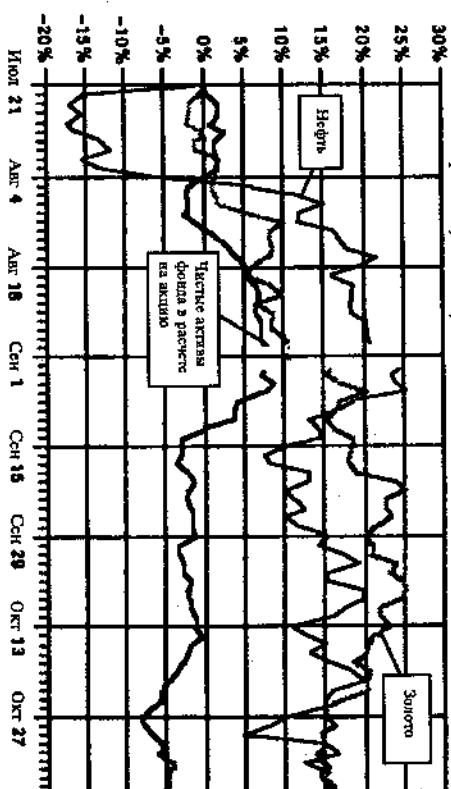


Примечания:

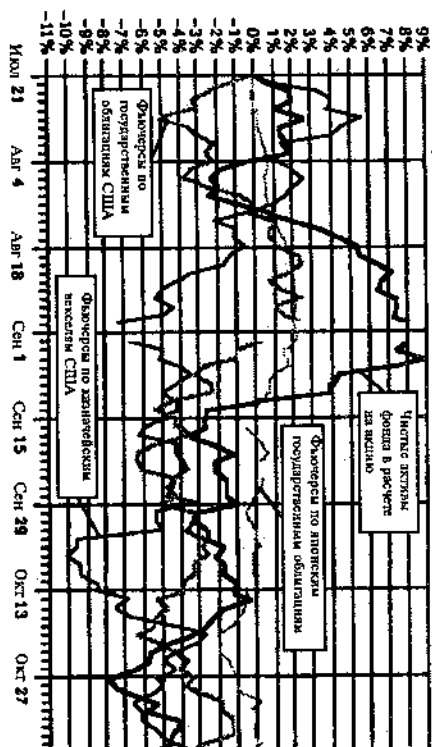
- (1) Итоговые прибыли и убытки на зарубежных фондовых рынках включают прибыли и убытки по ставкам на зарубежных фондовых рынках.
- (2) Дальневосточные ставки включают Гонконг, Корею, Тайвань, Австралию и Таиланд.

КОТИРОВКИ ТОВАРНО-СЫРЬЕВОГО РЫНКА

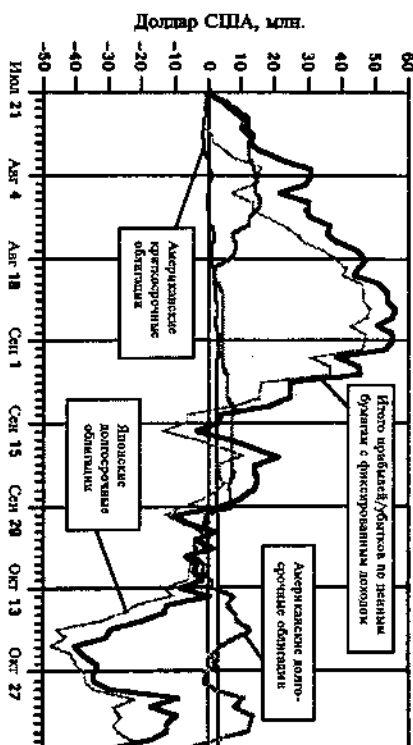
Фаза вторая: с 7/21 до 11/7 1986 г.



ЦЕННЫЕ БУМАГИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ Фаза вторая: с 7/21 до 11/7 1986 г.

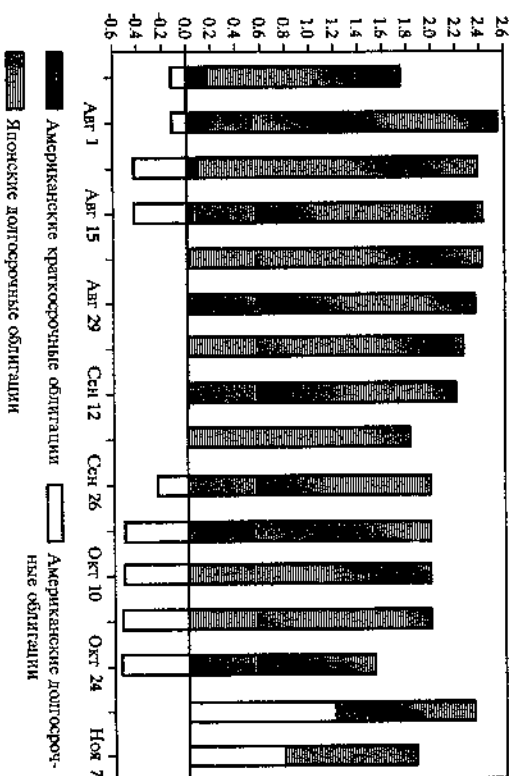


ПРИВЫЛЫ И УБЫТКИ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ



Доллар США, млрд.

ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ



Примечания:

- (1) Графики инвестиций в американские краткосрочные облигации и итоговых прибылей/убытков построены на основе инвестиций в казначейские векселя, фьючерсы на казначейские векселя и евродоллары, казначейские облигации сроком до двух лет.
- (2) Все государственные облигации США выражены через общий эквивалент 30-летних государственных облигаций. Основой для перевода является влияние данного изменения доходности на котиры. Например, 4-годовые казначейские обязательства номинальной стоимостью 100 млн. долл. эквивалентны по рыночной стоимости 30-летним государственным облигациям номинальной стоимостью 28,5 млн. долл.
- (3) Фьючерсы по японским государственным облигациям значительно менее подвержены ценовой изменчивости, чем государственные облигации США. Например, на 30 июня 1986 г. японские государственные облигации номинальной стоимостью 100 млн. долл. имели тот же показатель изменчивости котиры, что и 30-летние государственные облигации США номинальной стоимостью примерно 60,2 млн. долл. Мы не учитывали эту разницу.
- (4) Ставки показаны на конец недели.

14. Заключение: ноябрь 1986 г.

"Величайший в истории бычий рынок" преждевременно завершился. Я не исключаю возможности возникновения нового "бычьего" рынка, но это будет уже отдельным событием*.

Сам по себе тот факт, что "величайший в истории бычий рынок" был прерван, открывает более глубокую картину всей ситуации в целом. Это не единственная последовательность событий, нашедшая преждевременный конец, прежде чем она смогла бы вызвать опустошение. Имперский Круг был другой такой последовательностью. Два мы начинаем искать их, как находится множество примеров. ОПЕК чуть не распалась, но когда разрежлась пропасть, страны ОПЕК отпрынули от ее края. То же самое произошло и с международными займами: мой анализ представил коллективную систему займов как систему, порожденную чрезвычайными обстоятельствами, которая нуждается в них, чтобы выживать, и построена так, чтобы создавать чрезвычайные обстоятельства, необходимые для ее существования. В случае со свободно плавающими обменными курсами я утверждал, что их нестабильность накапливается, но Грэнпа Пяти вмешалась прежде, чем их дестабилизирующий эффект стал невыносимым, и мы перешли к системе "грязного плавания".

В этом свете американский бюджетный дефицит становится еще одним предметом внимания. Я полагал, что в 1985 г. мы достигнем кульминационного момента в финансировании дефицита, и, с поправкой Грэнпа—Рудмана или без нее, мы начнем наблюдать постепенное улучшение ситуации. Сейчас мне приходится пересмотреть эту точку зрения. В 1985 г. мы действительно достигли кульминационного момента, но поворотная точка не привела к движению в обратном направлении. Когда кризис отступил, снизилась и наша решимость с ним бороться. Бюджетный

* Р. С. Январь 1987 г.: я поторопился, но, если рынок приходит в состояние эйфории, модель "края пропасти", которую я описывал в настоящей главе, становится тем более актуальной. — *Прим. авт.*

дефицит практически не сократился и он может вновь легко раздуться, вернув нас к кризисной точке.

Мы можем обобщить эти случаи и сформулировать гипотезу о том, что мы живем в финансовой системе, которая постоянно стремится подняти к краю пропасти, и затем отплатывается от него. Эта гипотеза хорошо согласуется с тенденцией нашей экономики флиртовать с депрессией, а затем резко отходить от нее, не набрав реальной силы. Между этими двумя тенденциями существует логическая взаимосвязь: именно опасность депрессии подталкивает нас к спасительным действиям. Хотя мы можем ожидать, что система будет отходить от края пропасти каждый раз, когда она там оказывается, мы не можем гарантировать этого, но чем большей становится наша уверенность, тем больше опасность того, что этого не произойдет. Мы можем назвать это "системой самоопровергающихся пророчеств".

Система, которую я сейчас описывал, несомненно, сходна с моделью приспособления, которую описывает классическая экономическая теория: в конце концов, самоопровержение пророчеств является своего рода механизмом самокоррекции. Но существует несколько критически важных различий. Прежде всего, классический процесс приспособления стремится к равновесию; в системе, которую мы рассматриваем, такой тенденции не существует. Во-вторых, положение, описанное здесь, подчиняет реальную экономику капризам финансовой системы. Имеет место бегство от физических активов к финансовым. Целые состояния отдельных областей промышленности приходят и уходят вместе с колебаниями обменных курсов, но в итоге не было бы несправедливым сказать, что реальная экономика принесена в жертву подержанию деятельности финансовой системы. Эта фундаментальная нестабильность создает напряжения, которые могут найти политическое выражение. Основной опасностью являются протекционизм внутри страны и отказ стран-должников выплачивать задолженность. Вот что делает эту систему такой ненадежной.

Это не всегда было так. Впервые мы подошли к краю пропасти в 1982 г., хотя после краха системы фиксированных обменных курсов в 1973 г. ситуация постепенно становилась все более нестабильной — и этот крах сам по себе был признаком нестабильности. Представляется, что существует количественное различие между условиями, имевшими место до 1982 г., и теми, что были созданы позже. До 1982 г. ситуации могла ухудшаться, но система была в основном жизнеспособной, вот почему был допущен ее распад. После 1982 г. система стала нездоровой по своей природе

и сохраняет свою целостность только из-за угрозы возможного распада. Может ли она быть поставлена на более здоровую основу? Я рассматриваю этот вопрос в главе 18, здесь я должен примирить описываемую мной систему с концепцией кредитно-регуляторного цикла.

Тот факт, что нормальная циклическая схема была нарушена, был ясен для меня с самого начала; я подчеркивал, что мы идем по неизведанной земле, но мне не удалось понять последствий этого; я пытался двинуться по неизведанной земле, используя все те же старые циклические карты. Не удивительно, что я все время сбивался с пути! Сначала неожиданно возник Имперский Круг; затем в ходе эксперимента я был удивлен преждевременной кончиной Золотого Века Капитализма. Во время фазы 2 эксперимента мне пришлось в итоге признать, что модель подъем-спад неприемлема для сетодняшней ситуации. Нам необходима иная модель. Образ, который приходит на ум, — эта трамфонная игла, застрявшая на дорожке застрянной пластинки. Но нам все же нужен более аналитический подход.

Нормальный ход кредитного цикла был прерван вмешательством властей. Следовательно, чтобы найти к нему ключ, нам необходимо рассмотреть их поведение. Перед лицом опасности они объединяются; а когда опасность ослабевает, — расходятся. Этот механизм лежит в основе феномена "движения к краю пропасти". Коллективная система займов предоставляет нам саму эту парадигму, но остальные случаи, о которых я упоминал: система обменных курсов, бюджетный дефицит, ОПЕК и даже "бычий" рынок в стиле 1929 г., также укладываются в эту схему. Механизм вступает в игру только если спад может иметь катастрофические последствия; вот почему он начал действовать только после 1982 г. Иногда он вступает в действие до того, как достигнута кульминационная точка (как в случае с системой обменных курсов и в ситуации "величайшего в истории "бычьего" рынка"); а иногда только после этого (как, например, в вопросах с международным долговым кризисом и ОПЕК).

Почему вмешательство властей не может вызвать продолжительного тренда в обратном направлении? Здесь действуют два фактора. Прежде всего, перегибы прошлого не ликвидируются, а лишь консервируются; следовательно, они продолжают вредить. Это особенно относится к накоплению необеспеченных займов. Во-вторых, упорядоченное исправление или консервация могут оказаться недостаточными, чтобы изменить превалирующее предположение. Например, банки продолжали идти по пути роста и

после 1982 г.; дух "бычьего" рынка легко может возобродиться, особенно в США, где доверие не было серьезно подорвано; в случае с ОПЕК нам еще только предстоит увидеть, будет ли опыт 1986 г. достаточен, чтобы принести к сплочению, которое предотвратит возврат к прошлому.

Влияние этих двух факторов варьируется от случая к случаю. Вследствие этого мы не получаем очевидной циклической схемы, но имеем нечто куда более смутное и неоднородное: некоторые тренды действительно удается обратить; другие временно подавляются; а некоторые проявляют себя в иных формах. Например, когда банковское законодательство в 1984 г. стало более жестким, большая часть риска была перенесена на финансовые рынки.

Чем же все это может закончиться? Теоретически говоря, мы можем до бесконечности повторять свое приближение к краю пропасти и отступление от него, но поскольку ничто не продолжается вечно, нам придется как-то выбирать с застрянной дорожки. Это может произойти одним из двух способов: система потерпит крах в результате чрезвычайного происшествия, или же мы сможем постепенно избавиться от всех перегибов и перестать приближаться к краю пропасти. По мере того как мы, ударившись об один кризис, наткнемся на другой, многие перегибы действительно исправляются. Банки уменьшили объемы операций по сравнению с 1982 г.; много структурных изменений произошло и в странах-должниках; как бюджетный, так и торговый дефицит США, кажется, достиг кульминационной точки; а бум в стиле 1929 г. нашел, по-видимому, свой преждевременный конец. С другой стороны, финансовые активы продолжают накапливаться со скоростью, которая обгоняет рост "реального" богатства и эта неувязка является одним из перегибов, которые нуждаются в коррекции.

Для позитивного решения требовались бы большая стабильность обменных курсов, непрерывное снижение реальных процентных ставок и рост котировок акций до того уровня, когда вложения в "реальные" активы приносят больше дохода, чем покупка ценных бумаг. Трудно представить себе, каким образом этот уровень может быть достигнут, если федеральное правительство будет продолжать привлекать займы с прежней скоростью. Негативное решение привело бы к увеличению финансовой нестабильности, росту протекционизма, всемирной депрессии и к бегству от финансовых активов к ликвидным. Я не могу предсказать, какой исход более вероятен.

Можно видеть, что модель, к которой я пришел, является еще менее предиктивной, чем модель подъем-спад. Модель подъем-спад

по крайней мере указывала направление и последовательность событий; модель "движения к пропасти" не делает даже этого, поскольку за кульминационным моментом не обязательно следует поворот тренда в обратном направлении. Тем не менее модель не лишена некоторых экспликативных возможностей.

Вопрос, заданный в начале эксперимента, — о том, каков итоговый результат — должен остаться без ответа. В этом смысле фаза 2 эксперимента завершилась скорее взрывом, чем взрывом*. Но есть еще один тесно связанный с этим вопрос, на который можно дать более определенный ответ: какая следующая пропасть нас ожидает? Правильный ответ может помочь превратить спекуляцию из случайных блужданий в полезную деятельность.

Очевидно, что следующей пропастью является протекционизм. Поскольку в Конгрессе преобладают демократы, неизбежно принятие некоторых мер. На их серьезность в значительной степени повлияет темп экономической деятельности. Если опыт последних пяти лет чего-то стоит, то протекционистское давление будет преодолено, но только на грани дезинтеграции системы. Администрация уже дала понять, что в этом отношении она готова сотрудничать с Конгрессом. В 1987 г. мы можем также увидеть сочетание протекционистских мер с некоторыми действиями по сокращению долга.

Предельно важной проблемой для системы является всемирная депрессия, и первая половина 1987 г. будет в этом отношении серьезным испытанием. Некоторый объем экономической дея-

* В оригинале "ends with a whimper rather than a bang" — намек на знаменитые строки Томаса С. Эллиота из стихотворения *Hollow men* ("Полые люди"):

This is the way the world ends,
This is the way the world ends,
This is the way the world ends,
Not with a bang, but with a whimper.

Вот как кончится мир,
Вот как кончится мир,
Вот как кончится мир,
Не взрыв, а всхлип.

Русский перевод: Т. С. Эллиот. Бесплодная земля. М.: Прогресс, 1971. — *Прим. ред.*

тельности в последнем квартале 1986 г. фактически был замствован у 1987 г. вследствие закона 1986 г. о налоговой реформе*. Нет сомнений в том, что налоговая реформа поможет исправить отклонения в экономике, но так уж всегда случается, что негативный эффект допущенных в прошлом перегибов сильнее всего ощутим как раз в момент их коррекции. Может быть, в конце концов наступит давно ожидавшийся рост потребительских расходов. Более того, японская экономика является слабой, а немецкая ослабевает. Мировая депрессия вместе с протекционистским законодательством может сбросить нас в пропасть.

Каковы же шансы депрессии? Я нахожу утверждение о том, что депрессия должна наступить в ближайшем будущем просто потому, что с момента предыдущей прошло уже 4 года, совершенно необоснованным. В фазе расширения кредита слэды провоцируются финансовыми органами при их попытках охладить перегретую экономику. Но мы не находимся в фазе расширения кредита и перегрева сейчас тоже нет. Более убедительным представляется мне утверждение о том, что мы находимся в фазе сокращения кредита, когда при отсутствии активного стимулирования экономика естественным образом сокращается в депрессию. Трудно представить себе, что могло бы стать источником подобной стимуляции. У финансовых органов в арсенале есть хотя бы еще один раунд снижения процентных ставок; снижение курса доллара может в конце концов начать оказывать свое влияние на торговый баланс; а перспектива более высоких цен на нефть может вызвать рост товарных запасов. Вместо депрессии мы можем получить еще несколько лет замедленного роста.

Мой анализ следует считать, не говоря большего, неокончательным. Что произойдет с финансовыми рынками в 1987 г.? Это станет предметом продолжающегося эксперимента в реальном времени.

P.S. 29 декабря 1986 г.

Два основных события произошли после завершения эксперимента: афера Боески и соглашение стран ОПЕК. Оба они имели "бычий" последствия. Афера Боески являлась драматической поворотной точкой в спекулятивных перегибах мании слепящих компаний. В противоположность иным поворотным точкам она не подвергла систему опасности; вот почему ей будет позволено ра-

* Tax Reform Act 1986, см. стр. 275 и сноску к ней. — *Прим. ред.*

зыграться в полную силу. Она не остановит корпоративного реструктурирования, но замедлит его. Поток средств, вкладываемых в бросовые облигации, повернется в обратную сторону, сильно увеличив рискованные премии, которые должны нести эти облигации. Это уменьшит спрос на кредиты и толкнет Федеральную Резерв ослабить свою политику в отношении роста денежной массы. Все это окажет позитивное влияние на государственные облигации и, косвенным образом, — на "голубые фишки".* Следует отметить, что рынок облигаций проигнорировал новости о соглашении между странами ОПЕК. Более высокие цены на нефть, вероятно, вызовут накопление товарных запасов, снижая давление на экономику, особенно в первом квартале 1987 г.

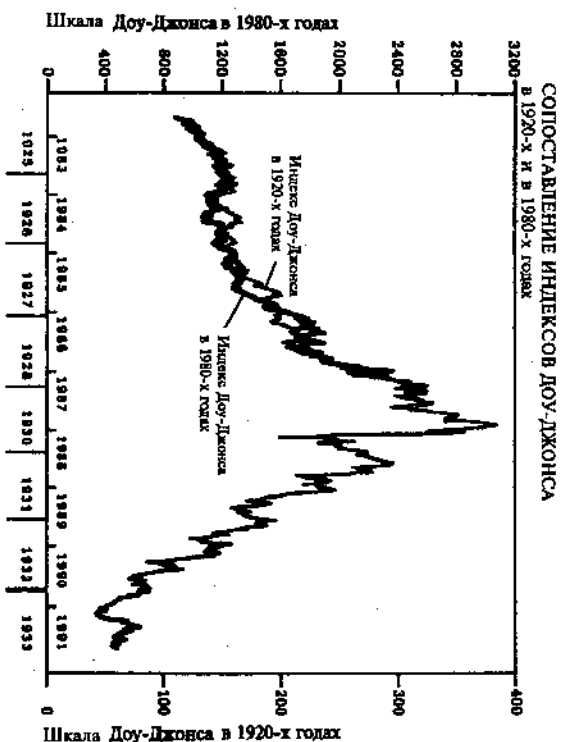
Я приближаюсь к концу этого года с довольно полными объемами вложений как в облигации, так и в акции и не намереваюсь брать тайм-аут, пока не будет сокращена учетная ставка. Главная туча на горизонте — это новое ослабление доллара.

P.R.S. Февраль 1987 г.

Очевидно, что я потропился, когда заявил, что "величайший в истории бычий рынок" пришел к безвременному концу. Фондовый рынок выбрался из трясины сразу же после начала нового года и очень скоро после этого достиг новых высот. То, что я считал концом "бычьего" рынка, оказалось лишь временной паузой, вызванной давлением продаж, порожденных снятием налоговых льгот для долгосрочных прибылей на капитал. Как только это давление спало, котировки рынка вновь поднялись.

Сердечный прогресс является третьей волной подъема на "бычьем" рынке, который начался в августе 1982 г. Он имеет много сходных черт со второй волной, начавшейся в октябре 1985 г., но в некоторых аспектах он более быстрый и более бурный, как это и должно быть на более продвинутой стадии. Например, первый кульминационный момент в покупках наступил раньше, чем в прошлый раз, и вызвал резкие флуктуации (6% во S&P фьючерсах по сравнению с 4,8% в 1986 г.). Параллель с "бычим" рынком, который привел к кризису в 1929 г., общепризнана. Графики средних Доу-Джонса, наложенные друг на друга, демонстрируют неоспоримое сходство (см. схему). Роберт Претчер, технический

* Angl. blue chips — первоклассные компании или их ценные бумаги. — Прим. ред.



Предоставлено: корпорацией Тюдор Инвестмент.

аналитик, который основывал свои предсказания на волновой теории Эллиотта*, стал пророком нашего времени. Чьи предсказания двигают рынки — более того, он в значительной степени несет ответственность за отклонение от модели 1928 г., которое имело место 23 января 1987 г.

В равной степени значительным является и тот факт, что японский фондовый рынок оправился от неприятного спада в октябре 1986 г. и недавно достиг новых высот. Как эти изменения согласуются с правильностью и актуальностью моих выводов?

Возрождение "бычьего" рынка хорошо согласуется с моделью "движения к пропасти", которую я предложил в конце эксперимента. Огнечетельной чертой этой модели является то, что мы можем подойти снова и снова все к той же пропасти вместо того, чтобы решительно обратить тренд.

Та легкость, с которой модель может примириться с возрождением "бычьего" рынка, подтверждает мое утверждение о том, что

* Эллиотт Ральф Н. (1871—1948) разработал изощренную теорию анализа движения рыночных цен. Рассматривал открытие им закономерности как универсальный закон природы. Основная работа "Закон природы — Тайна Вселенной" (Nature's Law — the Secret of the Universe) опубликована в 1945 г. — Прим. ред.

она не имеет почти никакой предсказательной ценности; она лишь предлагает концептуальную основу для понимания хода событий. Конкретные предсказания должны формулироваться пользователем; модель предоставляет лишь общую типотезу о преобладающих ожиданиях на рынке — а именно, о том, что они, скорее всего, окажутся самоуничижающимися.

Собственные предсказания пользователи могут оказаться неверными; если это так, его задача — скорректировать их. Если он участвует в операциях на финансовых рынках, у него будет сильный финансовый стимул сделать это. Что же касается финансовых консультантов, ученых и политиков, то им, быть может, полезнее темнить, чем признавать свои ошибки. Модель может быть полезной и в этом отношении. В этом случае вполне резонно спросить, не пытался ли я замаскировать свою собственную неспособность к предсказанию хода событий путем создания модели "движения к пропасти". Если это так, то мне придется очень дорого за это заплатить, поскольку я намереваюсь применить эту модель к обновленному "бычьему" рынку. Иначе говоря, я действую на основе предположения о том, что мы находимся на "бычьем" рынке, подобном рынку 1929 г., который, однако, будет прерван, задолго до того, когда он сможет достичь головокружительных высот 1929 г.

Очевидно, что предстоит пройти долгий путь, прежде чем динамика — или, точнее, диалектика — рынка сделает его готовым к повороту. В любом случае, коррекция второй половины 1986 г. вместе с дальнейшим снижением курса доллара расширила "естественный" срок существования подъема. Если ему снова суждено прерваться, это может быть вызвано только внешними причинами. Мы уже подробно обсуждали, какими могут быть эти внешние причины: депрессия в сочетании с протекционизмом была бы более опасной, чем искусственно поддерживаемая на плаву экономика. В конце концов финансовые органы, скорее всего, не склонны терпеть вырвавшийся на свободу бум — но этот момент еще очень далек, по крайней мере, если это касается фондового рынка США.

Иное положение в Японии. Оценка японских акций давно перестала иметь какую-либо связь с фундаментальными условиями. Отношение рыночной цены акции к ее доходности* является избыточным даже по отношению к низким и все падающим про-

* *Angl. price/earnings multiple* — употребляется также термин *price/earnings ratio*, или *P.E.R.* — *Прим. ред.*

центным ставкам, преобладающим в Японии. Более того, указанная в отчетах доходность многих компаний искусственно раздутая с помощью прибылей от операций с акциями. Картина промысловых прибылей является весьма печальной, и компании используют свою избыточную наличность для спекуляций на фондовом рынке. Были организованы специализированные фонды для того, чтобы привлечь корпоративных инвесторов, и они в нарушение закона обешали гарантированный минимальный доход. Государственное расследование деятельности этих так называемых "токкин-фондов"* привлекло большое общественное внимание в период кризиса на фондовом рынке в октябре 1986 г. Тем не менее рынок восстановил свои позиции и достиг новых высот в начале 1987 г. Как далеко может зайти бум? Подобно Италии, которая была именно тем рынком, где в 1986 г. следовало ожидать неприятностей, в 1987 г. таким рынком является Япония.

Японский фондовый рынок держится за счет избытка ликвидности, а ликвидность порождается комбинацией слабой экономики и сильной иены. Если японские или иные держатели долларов конвертируют их в иены, некоторая часть иен пойдет в дорогу на фондовый рынок. Тенденция эта является особенно сильной, когда центральный банк продает иены в попытке удержать обменный курс от дальнейшего роста. Если центральный банк не принимает участия в операциях, существует, по крайней мере, вероятность того, что продавцы иены продадут или не смогут приобрести, японские акции, чтобы получить активы, номинальная стоимость которых выражена в долларах.

Японское правительство принимало участие в компании по поощрению инвестиций за рубежом и в целом оно достигло большого успеха: отток капитала постоянно превышал избыток торгового баланса. Иена продолжает расти только вследствие притока иностранного капитала и хеджирования, предпринимаемого японскими инвесторами. Как только участники рыночного процесса убедятся в том, что тренд изменяется, они сократят хеджирование и иена будет падать без какой-либо поддержки. Именно это и произошло в октябре прошлого года, хотя падение на фондовом рынке предшествовало этому снижению курса иены. Вероятно, это случится снова. Начиная с конца прошлого года вновь возникло давление в направлении роста курса иены и подъем на фондовом рынке получил новый импульс. Когда это давление упадет,

* Японский термин *tokkin fund* означает "пенсионный фонд". — *Прим. ред.*

вынужденная продажа иены Банком Японии сменился добровольной продажей иены ее держателями. Вот когда в пуле ликвидности появится течь. Принимая во внимание раздутый уровень котировок на фондовом рынке, спад легко может стать полным разгромом.

Существует значительное сходство между положением Японии сегодня и положением США в 1920-х гг.: Япония лишь начинает выступать в качестве ведущей экономической силы, и ее фондовый рынок менее закален, чем в экономически более зрелых обществах. Но на этом сходство оканчивается. Японские власти традиционно вмешиваются в ход событий на финансовых рынках и твердо держат в руках его участников. Однажды, в 1965 г., уже имел место случай, когда произошел крах на фондовом рынке, и правительством учредило корпорацию, которая покупала и хранила акции, сброшенные на рынок их разочарованными владельцами. Вероятнее всего, что 1929 г. не повторится, даже в Японии.

Первоначальный эффект спада на японском фондовом рынке, вероятно, может быть позитивным для остальных рынков, поскольку он, скорее всего, вызовет "оптовое" перемещение средств с японского рынка на иные фондовые рынки. Но если спад этот превратится в разгром, он может потрепать мир.

ЧАСТЬ ЧЕТВЕРТАЯ

ОЦЕНКА

15. Возможности финансовой алхимии: оценка эксперимента*

Эксперимент в реальном времени оказался весьма отличным от того, что я ожидал; более того, результаты второй фазы сильно отличаются от результатов первой фазы: в свете последующих событий мне пришлось переписать оценку, которую я написал в июне 1986 г. Фаза 1 иллюстрирует мой подход к работе в период, когда она оказывается успешной; фаза 2 показывает, что происходит, когда это не так. Это делает задачу оценки более сложной, но в то же время выводы становятся более законченными.

При оценке моего подхода нам следует проводить различие между его способностью давать прибыли на финансовых рынках и его способностью предсказывать будущий ход событий. Тот факт, что это разграничение является необходимым, имеет далеко идущие последствия, которые мы рассмотрим в следующей и следующей главах.

Прежде всего, финансовые результаты. Фаза 1 совпала с периодом наибольшего процветания моего Фонда. В течение 11 месяцев, прошедших между началом эксперимента и завершением контрольного периода, акции фонда поднялись на 126%, в то время как индекс S&P поднялся на 26%, фьючерсы по казначейским облигациям — на 10%, немецкая марка — на 23%, а иена — на 34%. Конечно, это был период процветания для всех инвесторов, даже для тех, кто находился по неверную сторону от валютного тренда; но некоторые добились столь же позитивных результатов, как мой Фонд. Это можно лишь частично объяснить привлечением заемного капитала, поскольку заемный капитал работает в обоих направлениях: для того, чтобы получить прибыль на рынке, необходимо находиться на верной его стороне.

Даже если мы сделаем скидку на возможность некоторых совпадений, не может быть никаких сомнений в том, что наш про-

* Написано в июне 1986 г.; последняя редакция — в декабре 1986 г. — Прим. авт.

цесс формулирования и испытания гипотез внес позитивный вклад в результаты.

Фаза 2, напротив, показывает убытки. В период между 21 июля 1986 г. и концом года акции Квантум Фонда упали на 2%, в то время как индекс S&P поднялся на 2%, фьючерсы по казначейским облигациям упали на 2%, фьючерсы по японским государственным облигациям поднялись на 1%, а японский фондовый индекс поднялся на 5%. Немецкая марка выросла на 10%, иена упала на 2%, золотого поднялось на 14%, а нефть — на 40%. Рассматривая обе фазы в контексте общих результатов моей деятельности, результаты можно считать удовлетворительными.

Данные показывают, что мои торговые операции были далеко не безошибочными даже в фазе 1. Я слишком поздно купил облигации и слишком рано их продал — хотя у меня хватило смелости на то, чтобы вновь восстановить ставку по тораздо более высокой цене. Я также довольно поздно заметил "величайший в истории бычий рынок" в области акций. Мои торговые операции с валютами были наиболее успешными: способность увидеть, что уровень риска сократился благодаря встрече Группы Пяти в Платзе, принесла отличные результаты.

Фаза 2 проходила под влиянием одной крупной ошибки: мое нежелание признать, что "величайший в истории бычий рынок" уже прошел свой путь прежде, чем смог оправдать свое название.

КВАНТУМ ФОНД, N.V. Акции класса А

Конец года	Изменения (в %) в сравнении с		Размер Фонда
	Оценка чистых активов на акцию	предыдущим годом	
Дек 31 1984	\$3 057,79		\$488 998 187
Дек 31 1985	\$6 760,59	+121,1%	\$1 003 502 000
Дек 31 1986	\$9 699,41	+43,5%	\$1 567 109 000*
Дек 31 1987	\$12 554,16	+29,4%	\$2 075 679 000*

Ежегодный рост (сложные проценты):

1969—1986: +35,4%
1984—1986: +78,1%

* До проведения аудита

Последствия были особенно болезненными в Японии, где я участвовал в классической последовательности подъем-спад и не сумел вовремя из нее выйти. Уже совершенную ошибку трудно исправить; но аналитическая база показала мне, хотя бы, с чем именно я столкнулся. Метод, который приносит выдающиеся результаты в благоприятные периоды и помогает ограничить убытки во время неблагоприятных периодов, можно считать удачным.

Мои финансовые успехи представляют собой разительный контраст с моей способностью рассказывать события. В этом контексте нам необходимо провести различие между событиями на финансовых рынках и событиями в реальном мире. События на финансовых рынках определяют финансовый успех; события в реальном мире имеют значение лишь для определения научной ценности моего подхода.

Даже при предсказании событий на финансовых рынках мои результаты далеко не впечатляют: лучшее, что может быть сказано в их защиту, так это то, что моя теоретическая база помогает мне лучше понимать происходящие события — хотя результаты далеко не безупречны. Следовало бы ожидать, что успешный метод должен предоставлять твердые прогнозы; но все мои прогнозы носят в значительной степени пробный характер и должны постоянно пересматриваться в свете происходящих на рынке изменений. Иногда я прихожу к какому-либо твердому убеждению, и, когда это происходит, вознаграждение может быть значительным; но даже и в этом случае всегда присутствует опасность, что ход событий не будет отвечать моим ожиданиям. Примером может служить идея о "величайшем в истории бычьем рынке". Она принесла значительные результаты в фазе 1, но в фазе 2 она скорее мешала мне, чем помогала. Мой подход не позволяет мне выдавать верные прогнозы, но позволяет мне исправлять неверные.

Что касается событий в реальном мире, то здесь мои результаты абсолютно ничтожны. Основной особенностью моих предсказаний является то, что я продолжал ожидать событий, которые не материализуются. В период эксперимента в реальном времени я часто предсказывал депрессию, которая вот-вот должна была наступить, но так и не наступила; в начале эксперимента я ожидал обращения Имперского Крута, чего удалось избежать лишь благодаря соглашению Группы Пити в Плазе, пришедшему на помощь как деус ех машина. Углубившись в еще более далекое прошлое, можно вспомнить, что начиная с 1981 г., мысль о коллапсе банковской системы не оставяла меня. Аналогичным образом я ожидал, что за коллапсом цен на нефть должен был последовать

налог на импортируемую нефть, но никаких признаков этого не наблюдалось. Справедливости ради замечу, что некоторые события мне все же удалось предсказать верно: коллапс цен на нефть было одним из них, а желание японцев финансировать наш бюджетный дефицит — другим. Хотя я не ожидал встречи Группы Пити в Плазе, она прекрасно вписалась в мою теоретическую базу, и я правильно на нее отреагировал.

Как же можно примирить финансовый успех и неудачи в прогнозировании событий? Именно этот вопрос я хотел бы рассмотреть в настоящей главе. Но прежде чем я это сделаю, мне хотелось бы напомнить читателю, почему именно этот вопрос возникает в первую очередь. Если бы это был научный эксперимент, мои финансовые успехи могли бы служить доказательством правильности гипотез, на которых были основаны мои решения. Но проведенный эксперимент не относится к научным. Здесь мне необходимо привести лишь два соображения: одно — личное, а второе — относящееся к предмету исследования.

В процессе принятия решения я в значительной степени находился под влиянием таких личных факторов, как мое присутствие или отсутствие в офисе, и эксперимент в реальном времени сам по себе был важным личным фактором. Тот факт, что финансовые результаты служили в качестве возможного критерия истинности моих идей, заставлял меня работать более напряженно, чем это было бы в противном случае. Это подтверждается и тем, что в течение контрольного периода мой взгляд на события был менее четким, а мои действия на рынке в большей степени носили пробный характер, чем во время проведения эксперимента. Подобная нечеткость является довольно обычной; исключением является скорее тот "острый фокус", который я поддерживал в период эксперимента. Мне в значительной степени помогла дисциплина, требовавшаяся для записи моих мыслей. Читателю может показаться, что мои аргументы не слишком хорошо организованы, но они гораздо лучше уязвимы друг с другом, чем были бы, ни возьми я на себя труд сформулировать их в письменном виде. Я был также воодушевлен тем, что смог соединить две важные области, имеющие для меня непреходящий интерес: философские спекуляции и спекуляции на финансовых рынках. Представляется, что эта комбинация принесла пользу обоим: вместе они занимали меня гораздо больше, чем любая из них по отдельности.

Остальные соображения связаны с внешними событиями. Случилось так, что фаза 1 совпала с тем историческим моментом, когда власти пытались утвердить свое лидерство: сначала они со-

трудностями в снижении курса доллара, а затем — в снижении процентных ставок. Теоретическая база, которую я использовал, особенно хорошо подходила для рассмотрения этих изменений. В конце концов взаимодействие между рынками и регулирующими органами является одной из основных тем в концепции кредитно-регуляторного цикла. В иные исторические моменты моя теоретическая база могла бы оказаться намного менее полезной.

Я могу, например, вспомнить о периоде 1981—82 гг., когда Федеральный Резерв стремился обрести контроль над денежной массой и позволить рыночным силам самим устанавливать процентные ставки. Рынок государственных облигаций и, в несколько меньшей степени, фондовый и валютный, становились чем-то похожими на казино. Мой подход формулирования гипотез и испытания их рынком стал более чем бесполезным: к тому времени, когда я осознавал тренд рынка и формулировал объясняющую гипотезу, тренд изменялся и мне приходилось искать новую гипотезу. В результате я все время отставал от рынка и терпел поражение и при продажах, и при покупках до тех пор, пока не оставил безнадежную борьбу и не передал ответственность за операции с фьючерсами по государственным облигациям тому, кто мог совершать их гораздо лучше. Я нашел рыночного игрока-программиста, Виктора Нилерхофера, который разработал систему, основанную на гипотезе о том, что рынок — это казино. Он действовал успешно, пока кризис международных задолженностей 1982 г. не изменил природу игры. С редкой решительностью он закрыл свой счет прежде, чем потерял все средства, которые он заработал для меня ранее. Я могу утверждать, что подход, который позволяет мне понять, когда именно он перестает работать, является верным подходом; и все же несколько более убедительной является демонстрация его в тот момент, когда он действительно работает.

Следующие два соображения в значительной степени позволяют объяснить мой финансовый успех в период эксперимента. Они также служат тому, чтобы сам эксперимент нельзя было квалифицировать как научный. Во-первых, считается, что сам по себе факт проведения эксперимента не должен влиять на итоговый результат, а в моем случае произошло именно это. Во-вторых, считается, что научные теории должны быть универсально верными, в то время как мои действуют, по-видимому, только перемежающимися образом. Но отличие эксперимента от научного является намного более глубоким. Я никогда не претендовал на то, что моя теоретическая база имеет научный статус. Напротив, я утверждал, что рефлексивный процесс не может быть спрогнозирован при

помощи научных методов, а эксперимент в реальном времени был преднамеренной попыткой исследовать альтернативный метод. Чтобы расставить все по местам, я назвал альтернативный метод алхимией. Научный метод стремится понять природу вещей, как они есть, в то время как алхимия стремится вызвать желаемое состояние. Иными словами, основной целью науки является истина, а основной целью алхимии — практический успех.

В области явлений природы различий между этими двумя целями не существует. Природа подчиняется законам, которые действуют независимо от того, осознаются они или нет; единственный способ для человека подчинить природу своей воле заключается в том, чтобы осознать эти законы и применить их. Вот почему алхимия потерпела поражение и воцарились естественные науки.

Но явления общественной жизни являются иными: в них действуют мыслящие участники. События не подчиняются законам, которые действуют независимо от чьих-либо размышлений. Напротив, мышление участников является неотъемлемой частью предмета исследования. Это открывает возможность для применения алхимии, которые отсутствуют в области естественных наук. Практического успеха можно достичь, не обращаясь к научным знаниям. Вместе с тем научный метод столь же неэффективен при изучении социальных явлений, сколь неэффективна алхимия в изменении природы материи. В следующей главе я еще вернусь к трудностям, с которыми сталкиваются социальные науки; здесь я хотел бы исследовать сферу применения алхимии.

Эксперимент в реальном времени показывает, что мой подход более успешен в применении к финансовым рынкам, чем к реальному миру. Причина этого легко объяснима: финансовые рынки сами по себе функционируют как несовершенный механизм предсказания событий в реальном мире. Всегда существует расхождение между преувеличенными ожиданиями и действительным ходом событий. Финансовый успех зависит от способности предвосхищать преувеличивающие ожидания, а не от способности прогнозировать изменения в реальном мире. Но, как мы уже видели, мой подход редко позволяет делать уверенные прогнозы о действительном ходе событий даже на финансовых рынках; это лишь теоретическая база для понимания курса событий по мере их разворачивания. Если он и имеет какую-либо ценность, то лишь потому, что моя теоретическая база соответствует способу функционирования финансовых рынков. Это означает, что рынки, если угодно, сами формулируют гипотезы о будущем, а затем представляют их на проверку действительному ходу событий. Гипоте-

зы, пережившие испытание, усиливаются: те, которым это не удалось, отбрасываются. Основное различие между мной и рынками заключается в том, что рынки как бы погружены в процесс проб и ошибок, причем их участники не полностью осознают, что происходит, в то время как я все делаю осознанно. Я могу предположить, что именно поэтому мне удается достичь лучших результатов, чем рынку в целом.

Если это утверждение верно, финансовый рынок странным образом напоминает научный метод: оба они включают в себя испытание гипотез. Но есть и фундаментальное различие: в науке испытание служит установлению истины; на финансовых рынках критерием является практический успех. В противоположность естественным наукам здесь эти два критерия не совпадают. Как они могли бы совпасть? Рыночные цены всегда отражают преобладающее предпочтение, в то время как естественные науки используют объективные критерии. Научные теории оцениваются с помощью фактов; финансовые решения — на основе искаженных взглядов участников. Вместо научного метода финансовые рынки воплощают метод алхимии.

Это толкование финансовых рынков как механизма испытания гипотез с помощью алхимии является новым, оно бросает нам вызов. Тот факт, что оно не является общепризнанным, лишь усиливает этот вызов. Каким образом могут рынки подтверждать что-то истинно, если участники не представляют себе, что же именно они делают? Ответ можно найти в достигнутых ими результатах. Попробуйте предложить несформулированную гипотезу, и результатом будет случайный промах или попадание. Напротив, когда вы сознательно формулируете свои гипотезы, вы можете постоянно превышать рыночные показатели — конечно, при условии, что ваши конкретные прогнозы не слишком сильно расходятся с истиной. Трагование рынка как механизма испытания гипотез само представляется эффективной гипотезой. Она приносит лучшие результаты, чем случайное блуждание.

Это заключение подтверждает, что подход, который я выбрал, следует предпочесть строго научному подходу. Если мы ограничимся методом естественных наук, мы придем к теории случайных блужданий. Испытываемые гипотезы не следует принимать во внимание, поскольку они не являются фактами, и нам остается лишь месьиво хаотичных флуктуаций цен. С другой стороны, если мы рассмотрим ситуацию изнутри, с выгодной позиции участника, мы обнаружим процесс проб и ошибок. Нелегко понять смысл этого процесса: многие участвуют в нем, имея лишь смут-

ное представление о том, что происходит, и я должен признать, что ощущение случайного блуждания не чуждо и мне. Мои старания сформулировать догадки относительно будущих событий дают лишь перемежающиеся результаты; часто я получаю лишь "белый шум". Но когда мне удается сформулировать стоящую догадку, результаты могут принести большое вознаграждение, как показывает фаза 1 эксперимента в реальном времени; и даже если мои восприятия оказываются ошибочными, как это часто происходило в фазе 2, у меня есть критерий, которым я могу воспользоваться, чтобы понять свои ошибки, — поведение рынка.

Эксперимент в реальном времени показал, насколько мой процесс принятия решений находился под влиянием событий на рынке. На первый взгляд кажется, что это противоречит моему исходному утверждению, что рынок всегда не прав. Но это противоречие является скорее кажущимся, чем реальным. Рынки предлагают критерий, согласно которому оцениваются инвестиционные решения. Более того, они играют причинно-следственную роль в формировании общего хода событий. Информация поступает быстрее, чем происходит события в реальном мире; поэтому действия рынка предлагают наиболее удобный механизм обратной связи, с помощью которого можно оценивать ожидания. Чтобы использовать рынок в качестве такого механизма, не обязательно считать, что рынок всегда прав. Более того, если считать, что рынок всегда прав, то от механизма обратной связи почти ничего взять, поскольку превышение рыночных показателей становится чистой случайностью.

Как я покажу в главе 17, утверждение классической экономической теории о том, что рыночный механизм гарантирует оптимальное распределение ресурсов, является ложным; его подлинная заслуга — лишь в предоставлении критерия, с помощью которого участники могут распознавать ошибки в своих собственных концепциях. Но важно сознавать, какого рода критерий предоставляет рынок: далеко не всегда будучи правым, он всегда включает преувеличивающие предпочтения. Если участники действуют под влиянием ложной концепции, что рынок всегда прав, полученная ими обратная связь влетит им в ложном направлении. Кроме того, вера в эффективность рынков делает их более нестабильными, так как задерживает корректирующий процесс, который возник бы, если бы участники осознавали, что рынки всегда являются предвзятыми. Чем больше вера в теорию эффективных рынков, тем менее эффективными они становятся.

Насколько верно финансовые рынки предсказывают изменения в реальном мире? Читая мои записи, поражаешься, сколько бедствия, которые я предчувствовал, не воплотились в действительность. Финансовые рынки должны отражать те же самые опасения; иначе мои ложные ожидания не принесли бы столь высокого вознаграждения. Это порождает одну интересную возможность. Вероятно, что некоторые события, которые я предсказывал, были упреждены именно тем, что рынок ожидал их и спровоцировал реакцию, которая их остановила. Это представляется верным по отношению к коллапсу банковской системы и коллапсу доллара, а также по отношению к "величайшему в истории бычьему рынку", за которым должен был последовать крах в стиле 1929 г. Финансовые органы стали настолько обеспокоены избыточной плавающей частью финансовых рынков, что в итоге отказались предоставлять избыточные ликвидные активы, которые создали бы спекулятивный "пузырь". Их действия не были ни преднамеренными, ни единственными. В США Волкер возражал против предоставления избыточных ликвидных активов, но потерпел поражение в Комитете по открытому рынку*, ему пришлось обратиться к Германии и призвать ее присоединиться к борьбе за снижение процентных ставок. Когда секретарь Бейкер стал настаивать на следующем разряде, Германия отказалась, и возникшие по этому поводу разногласия практически разрушили процесс, начатый Группой Пяти. Японцы изобрели свое собственное средство, но к тому времени, когда оно начало приносить результаты, спекулятивный пузырь достиг уже достаточных размеров для того, чтобы вызвать более или менее полномасштабный спад на японском фондовом рынке. Нет ничего удивительного в том, что мне с трудом удалось распознать преждевременное завершение

* Federal Open Market Committee (FOMC) — комитет в составе Федеральной резервной системы (ФРС). В него входит в полном составе Совет управляющих ФРС (Federal Reserve Board — FRB, полное название Board of Governors of FRS) из 7 человек и 5 (из 12) президентов федеральных резервных банков (Federal Reserve Banks, FRBs). Обязательный член — президент Нью-Йоркского федерального резервного банка; четыре остальных входят в него по принципу ротации.

Федеральный комитет открытого рынка (ФКОР) несет всю полноту ответственности за операции на открытом рынке; ФКОР проводит свои заседания один раз в 4—6 недель для выработки политики ФРС на открытом (денежном) рынке (для воздействия на денежное обращение, объем кредитования, процентные ставки), а также — на валютном рынке. — *Прим. ред.*

"величайшего в истории бычьего рынка"*! Возможно, что США будут продолжать создание избыточных ликвидных активов, но я считаю маловероятным, что это вызовет развитие спекулятивного пузыря, поскольку доверие было слишком сильно подорвано. Более вероятно, что инвесторы перебегут к ликвидным активам и золоту. Когда я в конце концов осознал, что рынки могут предупредить предчувствуемые ими катастрофы, я пришел к заключению о том, что мы живем в век самоопровергающихся пророчеств.

Казалось, что коллапс цен на нефть не согласуется с этим утверждением, поскольку он действительно произошел; но это можно объяснить тем, что либо я, либо власти неверно оценили его ужасные последствия. Я ожидал жестоких потрясений для банковской системы и для экономики в целом, как например, неизбежное обложение налогом импортируемой нефти, но представляется, что мы успешно миновали этот этап без подобных последствий. В итоге странам ОПЕК вновь пришлось объединиться. Эта договоренность является не более прочной, чем процесс, начатый Группой Пяти; в обоих случаях драме еще только предстоит разыграться.

Эта линия рассуждений открывает захватывающую перспективу. Быть может, мне удалось не просто открыть довольно эффективный способ действия на финансовых рынках, но построить модель того, каким образом финансовые рынки действуют в реальном мире. Модель, которая сегодня используется, основана на неверных представлениях о том, что рынки могут лишь предчувствовать события, но не могут их формировать. Мой подход признает, что финансовые рынки могут, кроме того, либо ускорить, либо остановить возможные в будущем события. Исходя из этих утверждений, возможно, что мы балансируем на грани как дефляционной спирали, так и свободного падения доллара — не говоря уже обо всех прочих финансовых бедствиях, — и мы были спасены от них только благодаря сигналам об опасности, которые подали финансовые рынки. Иными словами, финансовые рынки постоянно предчувствуют события, как позитивные, так и негативные, которые не становятся реальными именно потому, что их предчувствовали заранее. Нет ничего удивительного в том, что финансовые рынки с таким воодушевлением ожидают событий, которые затем оказываются вполне безобидными! Есть старая шутка о том, что фондовый рынок предсказал семь из двух последних депрессий. Теперь мы можем понять, почему это должно так проис-

* Написано до возрождения "бычьего" рынка в январе 1987 г. — *Прим. авт.*

ходить. По той же самой причине финансовые катастрофы, кажется, случаются только тогда, когда они абсолютно неожиданны.

Важно не сделать последнее заявление чрезмерно категоричным. Многие события происходят, невзирая на то, что они широко ожидались. Подобным событиям является крах цен на нефть; еще один пример — начало второй мировой войны. Стало модным занимать позицию ниспровергателя и противоречить общепринятому мнению, однако идти против превалирующих ожиданий далеко не безопасно. Следует напомнить, что в модели подлинно-спад события, как правило, большую часть времени усиливают превалирующие ожидания и противоречат им только в поворотные моменты; при этом общеизвестно, что поворотные моменты чрезвычайно трудно определить. Сейчас, когда точка зрения ниспровергателя, противоречащая общепринятой, стала превалирующим предпочтением, я со всей определенностью выступаю как антиниспровергатель.

16. Трудности общественных наук

Теперь мы можем оценить все сложности, с которыми сталкиваются общественные науки. Научный метод основан на предположении о том, что успешный эксперимент подтверждает истинность гипотезы, для проверки которой он проводился. Но в ситуации, включающей мыслящих участников, экспериментальный успех не гарантирует верности или действительности утверждений, которые подвергаются испытанию. Эксперимент в реальном времени является как раз таким случаем: неудачные, а иногда и явно ложные прогнозы увенчались финансовым успехом. Конечно, эксперимент не был научным; я достаточно долго старался показать его алхимический характер. Но сам факт того, что алхимия может принести успех, поднимает вопрос о научном методе; а тот факт, что научные теории, как представляется, не в состоянии привести к более хорошим результатам, лишь усугубляет сложность. Я намереваюсь показать, что само понятие "социальная наука" является ложной метафорой и будет лучше, если мы будем воспринимать ее как таковую.

Научный метод работает, когда ученые имеют в своем распоряжении объективный критерий, с помощью которого они могут оценивать верность или действительность своих утверждений. Понимание учеными естественнонаучных событий также никогда не является совершенным, но объективный критерий позволяет исправлять неверные оценки. Научный метод является межличностным процессом, в котором вклад каждого участника подвергается критической оценке со стороны остальных. Только в том случае, если все участники руководствуются одним и тем же критерием, процесс критики может привести к результатам, которые можно квалифицировать как знание. Вот почему наличие объективного критерия является критически важным для успешности научного метода.

Роль объективного критерия выполняют факты. Утверждения, которые отвечают фактам, истинны; не отвечающие им — ложны. К сожалению, факты не всегда являются столь надежными, как это может показаться на основе этого простого утверждения. Они могут служить объективным критерием, только если они полнос-

тью независимы от относящихся к ним утверждений. Именно это и происходит в естественных науках, где один факт следует за другим, невзирая на чьи-либо мысли. Но это неверно по отношению к общественным наукам, где события включают в себя предположения участников. Стоит подчеркнуть, что вмешательство производится не только учеными, но и участниками. Более того, если бы мышление участников не играло причинно-следственной роли в формировании хода событий, никакой наблюдатель не мог бы повлиять на ход событий, высказывая о нем свои утверждения. Положение, в котором находится ученый — специалист по общественным наукам, не отличалось бы от положения ученого-естественника. Именно мышление участников создает проблемы.

Структура событий, в которых нет мыслящих участников, является простой: один факт следует за другим в бесконечной причинно-следственной цепи. Присутствие мыслящих участников чрезвычайно усложняет структуру событий: мышление участников влияет на ход событий, а ход событий влияет на их мышление. Еще более усложняет вопрос то, что участники влияют и воздействуют друг на друга. Если бы мышление участников имело некоторое детерминированное отношение к фактам, проблемы бы не возникло: ученый-наблюдатель мог бы игнорировать мышление участников и сосредоточиться на фактах. Но это взаимоотношение не может быть четко детерминировано по той простой причине, что мышление участников не соотносится с фактами. Оно соотносится с событиями, в которых они участвуют, а эти события становятся фактами лишь после того, как мышление участников окажет на них свое воздействие. Таким образом, причинно-следственная цепочка ведет здесь не напрямую от факта к факту, а от факта к восприятию и от восприятия к факту со всеми возможными дополнительными взаимосвязями между участниками, которые не полностью отражаются в фактах.

Как же эта сложная структура влияет на способность наблюдателя делать истинные утверждения относительно хода событий? Эти утверждения также должны быть более сложными. В частности, они должны допускать фундаментальное различие между прошлым и будущим: прошлые события — это просто предмет записей, в то время как будущее по своей природе непредсказуемо. Объяснение становится более простой задачей, чем предсказание — как это и иллюстрирует эксперимент в реальном времени. Обобщения не применимы к будущему в той же степени, в какой они применимы к прошлому, и прекрасная симметрия, которая характеризует дедуктивно-номологическую (D-N) модель науки,

нарушается. Это противоречит самой сути научных обобщений, истинность которых, как считается, должна быть независима от времени.

Иногда бывает можно установить и универсально верные обобщения — взгляните, например, на те, которые я предлагаю относительно свободно плавающих обменных курсов, — но они не могут быть использованы для предсказания хода событий. Что еще хуже — факты не предоставляют адекватного критерия, с помощью которого может быть оценена верность обобщений, поскольку предмет исследования включает в себя не только факты. Тот факт, что предсказание оказывается верным, не обязательно подтверждает теорию, на которой оно основано. И наоборот, верная теория не обязательно порождает предсказания, которые могут быть проверены с помощью фактов.

Более того, последовательность социальных событий не может быть должным образом понята, если мы ограничим свое внимание фактами. Мышление участников является неотъемлемой частью ситуации, в которой они участвуют; рассмотрение этой ситуации как состоящей исключительно из фактов искажает предмет исследования. D-N модель научного метода, которую мы кратко рассмотрели в главе 1, основана на строгом отборе фактов и утверждений. Таким образом, мы должны прийти к заключению о том, что D-N модель неприменима к изучению социальных событий.

Было бы ошибочно приравнивать D-N модель к научному методу в целом. Даже теория науки признает иные модели, например статистические или вероятностные, а также законы, относящиеся к идеальному случаю, как в экономической теории. Более того, научная практика значительно отличается от теории, и изучение этих различий положило начало дальнейшему совершенствованию теории науки после того как D-N модель была впервые разработана. Тем не менее, D-N модель воплощает тот идеал, к которому так стремятся научный метод: универсально верные обобщения, которые в равной мере могут быть использованы как для предсказания, так и для объяснения событий, и которые поддаются проверке. Доверие к естественным наукам подтверждается столь многочисленными достижениями, что они могут не принимать во внимание теоретических моделей и проводить свои исследования вне зависимости от того, куда они ведут, но общественные науки, именно потому, что они достигли меньших успехов, чрезвычайно нуждаются в престиже, который можно повысить, следуя D-N модели. Отказ от D-N модели означает отказ от самого ценного, убедительного и привлекательного в науке.

Но это еще только половина всей истории. Если на ход событий влияют предпочтения участников, наблюдатели могут манипулировать будущими событиями так, как это невозможно в естественных науках. Именно это я и пытался показать, говоря об алхимии. Поскольку алхимия не может влиять на природные явления, общественные науки сталкиваются с проблемой, не имеющей аналогов в естественных науках. Процесс критики, который является основанием науки, работает гладко, только если участники имеют общую цель. Общепринятой целью науки является поиск истины; но когда предметом исследования можно манипулировать, участники могут быть более заинтересованы в изменении хода событий, чем в его понимании. Тот факт, что они могут расширить свою влиятельность, придавая своим взглядам статус научных, еще более подрывает процесс критики.

Как может научный метод защитить себя от подрыва? Первый шаг заключается в осознании опасности. Это требует отречения от "доктрины единства науки". Люди занимаются наукой, руководствуясь различными мотивациями. Для наших целей мы можем выделить два основных направления: поиск истины и поиск того, что мы называем "практическим успехом". В естественных науках эти две цели совпадают: истинное утверждение работает лучше, чем ложное. Но в общественных науках это не так: ложные идеи могут быть эффективными вследствие их влияния на поведение людей. И напротив — тот факт, что теория или прогноз работают, не является достаточным доказательством их истинности. Марксизм служит превосходным примером, иллюстрирующим первое отклонение; а мое собственное предсказание "величайшего в истории бычьего рынка" иллюстрирует второе.

Расхождение между истинной и практической или экспериментальной успешностью подрывает научный метод с разных сторон. С одной стороны, оно делает научные теории менее эффективными; с другой, оно позволяет ненаучным теориям добиваться практического успеха, а что еще хуже — алхимическая теория может нажить капитал, надел личину научной.

Мы не можем снять первые два ограничения, поскольку они внутренне присущи самому предмету исследования; но мы можем защититься от третьего. Для этого нам необходимо лишь признать ограничения научного метода, когда дело касается общественных явлений. Именно это я предлагал сделать, провозгласив общественные науки ложной метафорой. Это означает, что методы естественных наук неприменимы к изучению социальных со-

бытий. Это абсолютно не означает, что при изучении социальных событий нам следует отказаться от поиска истины.

Попытка вести спор о мотивациях была бы абсолютно контрпродуктивной. Любой вклад должен оцениваться сам по себе, а не на основе побуждений, иначе критический процесс, который является сутью научного метода, превратился бы просто в побойще. Стоит отметить, что две мыслительские школы, которые настаивали на оценке вклада в зависимости от его источника, а не от его собственных достоинств, а именно марксизм и психоанализ, достигли также наибольших успехов в подрыве научного метода.

Единственный способ защиты от подрывной деятельности — это ввести особое соглашение, относящееся к изучению социальных явлений. Вместо требования о том, чтобы вклад, претендующий на статус научного, обязательно был представлен в форме D-N модели, теории типа D-N следует считать формой социальной алхимии. Это соглашение не заставило бы нас автоматически отказываться от любой теории, предсказания или объяснения, претендовавших на научный статус, но оно возложило бы на них самих бремя доказательства подобных претензий. Это предупредило бы злоупотребление научным методом в алхимических целях и позволило бы теориям, которые, как и моя теория, не порождают безусловных прогнозов, считаться важным вкладом. Подобное соглашение необходимо, поскольку без него аргументы, которые я привожу здесь, должны были бы повторяться каждый раз и при любом случае, что было бы непрактичным, если не сказать большего. Попробуйте-ка убедить марксиста в том, что марксизм ненаучен!

Случилось так, что я был страстно заинтересован в поиске истины, но я также полностью осознал и необходимость добиться практического успеха, чтобы моя точка зрения была услышана. Как я уже отмечал ранее, это соотношение было основной движущей силой во время моего эксперимента в реальном времени. Мой успех на фондовом рынке нес с собой освобождение, позволявшее мне высказывать свою точку зрения. Я сейчас нахожусь в том состоянии, которое я назвал "счастливым положением", когда мне, как и ученому, не требуется практический успех, поскольку я добился его в качестве участника событий.

Но ученые, занимающиеся академическими исследованиями, не столь счастливы: они напрямую конкурируют с учеными-естественниками в борьбе как за статус, так и за фонды. Естественные науки смогли выработать универсально верные обобщения и безусловные предсказания. Напротив, при отсутствии предполагаемого соглашения ученые в области социальных наук находятся под огромным давлени-

нием, требующим от них достижения сходных результатов. Вот почему они производят так много наукообразных формул. Объявив общественные науки ложной метафорой, мы освободили бы их от необходимости имитировать науки естественные.

Помимо академических вопросов существует множество областей, участники которых могут достигнуть практического успеха, провозгласив научный статус для своих взглядов. Финансовые прогнозы являются одной из таких областей, политика — другой. История идей изобилует подобными примерами. Марксизм — это политическое учение, которое наиболее умышленно использовало научную личину, но политика *laissez-faire* также заимствовала свое интеллектуальное влияние у научной теории — а именно у теории совершенной конкуренции, а Фрейд столь же настойчиво, как и Маркс, требовал признания за своей теорией научного статуса.

У меня нет оснований предаваться критике чужих мотиваций.

В конце концов я, как и все остальные, испытываю столь же всепоглощающее желание увидеть свои взгляды общепринятыми, и я выдвигаю все доступные мне аргументы, чтобы поддержать их. Более того, в своем прошлом воплощении, когда я был аналитиком по ценным бумагам, я часто излагал взгляды, заведомо искаженные, для того, чтобы добиться практического успеха. И поэтому я ничуть не более свят, чем кто-либо другой.

Вопрос заключается не в мотивациях, а в практическом результате. Рассмотрение структуры социальных событий показывает, что все прогнозы зависят от решений участников. В то же время поиск практического успеха часто заставляет людей пытаться конкурировать с естественными науками, выдвигая универсальные прогнозы. Практическим результатом этого является угроза поиску истины при изучении социальных явлений. Пока доктрина "единства науки" превагирует, существует конфликт между поиском истины и поиском практического успеха. Он может быть разрешен лишь путем отказа от этой доктрины.

Мне удалось добиться исключения из жестких требований D-N модели путем отказа от доктрины "единства науки". Я пошел еще дальше: я утверждал, что поиск истины воспрещает универсальные прогнозы. Означает ли это, что на исполнение всех догадок, которые я сделал, можно в лучшем случае лишь надеяться? Конечно, нет. Эксперимент в реальном времени желательнее всего рассматривать как любительский, который должен быть усовершенствован, как только будут выработаны соответствующие профессиональные навыки.

Часть пятая

ПРЕДПИСАНИЯ

17. Свободные рынки и регулирование

Дальнейшая критика концепции равновесия по существу избыточна. В главе 1 я утверждал, что эта концепция является типичетической и ее несоответствие с реальным миром находится под вопросом. В последующих главах я рассмотрел различные финансовые рынки, а также макроэкономические изменения и показал, что они не проявляют стремления к равновесию. На самом деле, более обоснованным было бы утверждение, что рынки стремятся к крайностям, которые рано или поздно становятся невыносимыми и в итоге корректируются.

Предполагается, что равновесие должно обеспечить оптимальное распределение ресурсов. Если рынки не стремятся к равновесию, теряет силу основной аргумент, который выдвигался в пользу рыночного механизма: у нас нет оснований считать, что рынки что-либо оптимизируют.

На первый взгляд это заключение может показаться неожиданным, но это совсем не так. Концепция оптимума столь же чужда тому миру, в котором действуют участники, не обладающие совершенным пониманием, как и концепция равновесия, и по той же самой причине: обе концепции предполагают совершенное понимание. И уж совсем неудивительно, если показать, что обе эти концепции имеют малое отношение к реальности.

В защиту рыночного механизма могут быть выдвинуты иные аргументы. На самом деле, интересный ход аргументации возникает из нашего обсуждения в главе 15. Я рассматривал финансовые рынки как процесс, в какой-то мере ролевый научному методу — то есть как процесс проб и ошибок, в котором рыночная цена по окончании эксперимента служит критерием оценки эксперимента. Этот критерий не удовлетворяет требованиям научного метода, поскольку рыночная цена зависит от решений участников, тогда как явления, изучаемые учеными-естественниками, независимы от утверждений, которые делают о них ученые. Тем не менее это полезный критерий, поскольку он настолько же реален и в той же степени поддается научному наблюдению, как и любое явление природы. Более того, он представляет огромный

интерес для участников рыночного процесса. Таким образом, достоинством рыночного механизма является то, что он предоставляет объективный, хотя и предвзятый, критерий.

Оценить, сколь велико это достоинство можно лишь рассмотрев, что же происходит при его отсутствии. С этой целью нам придется взглянуть на экономические системы с централизованным планированием, которые, питая отвращение к недостаткам рыночной экономики, отказались от использования ценового механизма. Результат необходимо измерять в количественных единицах, и перекося здесь куда хуже, чем крайности рынка.

Уинстон Черчилль однажды сказал, что демократия — это худшая форма правления, если не считать всех остальных. То же самое можно сказать и о рыночном механизме. Это худшая система распределения ресурсов, если не считать всех остальных. И действительно, существует значимое сходство между механизмом выборов и рыночным механизмом. Трудно утверждать, что выборы оптимизируют политическое лидерство в стране: навыки, необходимые для привлечения голосов, имеют лишь слабое отношение к тем качествам, которые понадобятся кандидату, когда он приступит к выполнению своих обязанностей. Тем не менее сам факт того, что ему придется пройти через выборы, дисциплинирует, и это помогает предотвратить хотя бы некоторые из вопиющих крайностей.

Ценность объективного критерия, вероятно, лучше всего оценивается субъективно. Все мы живем в мире фантазий. Имея влечение к абстрактным идеям, я, вероятно, более других склонен уноситься в мир, созданный моим воображением. Рынки всегда помогали мне сохранять чувство реальности. Может показаться парадоксальным, что мое чувство реальности связано с рынками, в то время как они часто ведут себя настолько странно, что поражают других созерцателей своей нереальностью; но, как участник рыночного процесса, я не просто знаю, что связан с реальностью: я чувствую ее всем своим нутром. Я реагирую на события на рынке, как животное реагирует на то, что происходит в джунглях. Например, случалось так, что я предчувствовал грядущую катастрофу, поскольку при ее приближении у меня начинались боли в спине. Я, конечно, не мог бы сказать, какую именно форму примет катастрофа: к тому времени, когда я мог это определить, боли в спине прекратились. Одно время мое участие на рынке было всеобъемлющим — по большей части в ущерб моим отношениям с людьми. Сейчас, когда мне удалось дистанцироваться, стало даго мое рыночное чутье. События часто доходят до меня как

"белый шум", я не могу понять их смысл. Например, во время эксперимента в реальном времени изменения на рынке были все-ма резкими, в течение контрольного периода их контуры становились более размытыми.

Интересно проследить за тем, как мое участие в рыночных операциях соотносится с моей способностью организовывать абстрактные идеи. Активное участие в рыночных операциях, казалось бы, препятствует писанию книги, но происходит, по-видимому, обратное: дисциплина, диктуемая необходимостью принимать инвестиционные решения, не позволяет мне уходить слишком далеко от реальности. В течение трех лет, когда я писал книгу *Такое время сознания*, я потерял свою способность зарабатывать деньги на фондовом рынке и в итоге я заблудился в собственных попытках понять проблему международных задолженностей, я устал, что моя способность действовать на рынке ухудшается, и, что еще хуже, я чувствовал, что мой анализ проблемы международных задолженностей все дальше уходит от реальности. Эксперимент в реальном времени, напротив, повысил и мою инвестиционную деятельность, и мою способность выражать свои мысли.

Я говорю об этом, поскольку это может относиться не только ко мне. Если бы я был академическим ученым, я продолжал бы анализировать проблему международных задолженностей, а если бы реальность не подтверждала моих ожиданий, я мог бы записать свои исследования, обвинив в этом сторонние воздействия. В итоге некоторые из моих ожиданий оправдались бы, хотя и с опозданием на несколько лет. Как человек, ориентированный на рынок, я считал бы такую поддержку неприемлемой и чувствовал, что обязан найти ошибку в своих рассуждениях и осознать ее. Как академический ученый, я мог бы провозгласить, что уже опираюсь. Тогда как здесь я пытаюсь показать, что рынок более суровый распорядитель работ, чем академический спор.

Легко, однако, преувеличить достоинства объективного критерия, имеющегося в нашем распоряжении. Мы столь заикливы на объективных критериях, что склонны придавать им значение, которое им не присуще. Прибыль — итоговая строка отчета — *эффективность* — являются конечным результатом сами по себе, а не только средством, ведущим к конечному результату. Мы, как правило, стремимся оценивать любую деятельность по объему дохода, который она приносит. Так, критерием талантливости художника является продажная цена его работ. Хуже того, мы часто стремимся получить прибыль от деятельности, которая преследу-

ет совсем иные цели. Политики стремятся получить гонорар за свои лекции и продавать свои мемуары; помощники должностных лиц в Белом доме становятся лоббистами; генералы, ответственные за поставки, "косят" на собственительную работу в промышленности, так же как и юристы, работающие в регулирующих органах. Стремление к прибыли стало столь всеобъемлющим, что нам не верится, что кем-то движут соображения, не связанные с прибылью. Преуспевающий американский работодатель не может понять англичанина, который не желает переезжать в его страну для того, чтобы получить лучшую работу; когда черный южноафриканец предпочитает разрушить цивилизацию вместо того, чтобы смириться с апартеидом, — это удивляет нас и ставит нас перед абсолютным варварством, не говоря уже о таком явлении, как исламский фундаментализм, который лежит целиком за пределами нашего понимания. Ценности, которыми люди мотивируют свои поступки, не могут быть легко переведены в объективные термины, и именно потому, что столь сложно понять ценности, которые руководят людьми, мы превратили прибыль и материальное богатство — которое легко измерить с помощью денег — в своего рода сверхценность. Это, безусловно, преувеличение. То, что в мире несовершенного понимания существует некое преувеличение или предпочтении, включаемое в какую-то ценность, — безусловный факт. В нашей цивилизации ценность прибыли преувеличена, так же как и ценность объективности.

Давайте рассмотрим поближе критерий, который предоставляет рыночные цены. Здесь полезно разграничение, которое мы провели между наукой и алхимией. Я утверждал, что при изучении социальных явлений нам следует различать два вида обоснованности: один связан с истиной, другой — с эффективностью. В естественных науках это различие отсутствует: теории эффективны, только если они истинны; вот почему алхимия не работает. Следуя этой линии аргументации, мы можем утверждать, что рыночная цена предоставляет критерий эффективности, но не критерий истинности. Будущие рыночные цены определят, насколько успешно действуют различные участники, но не определяют, истинно ли их понимание. Только если бы рыночные цены стремились к равновесию, эти два критерия слились бы воедино: рыночная цена в этом случае была бы "верной" ценой.

Это показывает, насколько важна концепция равновесия. Она служит мостом между естественными и общественными науками и устраняет тревожащую исследователей дихотомию между истинностью и эффективностью, которая характерна для изучения

социальных явлений. К сожалению, этот мост непрочен, поскольку несовершенное понимание делает концепцию равновесия неприемлемой. Без врожденной тенденции к равновесию ход событий не может быть определен с помощью научного метода; но его можно сформировать с помощью методов алхимии.

Попытка перенести методы и критерии естественных наук в социальную сферу является необоснованной. Она вызывает преувеличенные ожидания, которые не могут быть воплощены. Эти ожидания выходят далеко за пределы сферы самого научного знания, они окрашивают весь способ нашего мышления. Вера в то, что целью экономической политики должно быть объективное распределение ресурсов, доминировала в политической мысли — и в политическом действии — с середины XIX века. Левые стремились к тому, чтобы за распределение отвечало государство; правые хотели возложить эту функцию на рыночный механизм. Под влиянием марксизма стремление к оптимальному пришло к тотальному отказу от рыночного механизма во многих частях света. Даже в ориентированных на рынок экономических системах государства была предоставлена важная роль в исправлении несовершенств рыночного механизма. С течением времени негативные побочные эффекты государственного вмешательства становились все более очевидными и превалирующее предпочтение вновь переключилось на свободные рынки.

Мы с готовностью признаем ошибочность марксизма, но мы намного менее склонны признать, что всю теорию совершенной конкуренции пронизывает та же самая ошибка. Обе эти теории построены на предположении о полноте знания. В одном случае это допущение ведет к равновесию на рынке, в другом оно находит выражение в безусловном предсказании хода истории. Стоит отметить, что обе теории возникли в XIX веке, когда ограниченность знания еще не была осознана и наука царила безраздельно.

Лишь осознав, что оптимум недостижим, мы можем по-настоящему оценить достоинства и недостатки рыночного механизма. Я не хочу углубляться в проблемы, связанные с распределением богатства, — не потому, что я не считаю их важными, но потому, что мой анализ мог бы добавит к этому предмету лишь немного; я хотел бы сосредоточиться на одной из слабостей рыночного механизма: на его врожденной нестабильности. Причина ее уже была определена: она берет свое начало в двусторонней связи между мышлением и реальностью, которую я называл рефлексивностью. Она действует не всегда и не на всех рынках, но если она возникает, то уже не существует ограничений на то, сколь далеко как

восприятия, так и реальные события могут уйти от состояния, которое можно было бы назвать равновесным.

Неустойчивость неизбежно пагубна; более того, если бы она была описана как динамическое приспособляивание, она казалась бы исключительно благоприятной. Но доведенная до предела, она может провоцировать повторные повороты движения, способные привести к катастрофическим масштабам. Это особенно верно по отношению к тем случаям, когда речь идет о кредитах, поскольку ликвидация залога может вызвать внезапное сжатие рыночных цен. Предупреждение избыточной неустойчивости, таким образом, является необходимым условием гладкого функционирования рыночного механизма. Это — не то условие, которое рыночный механизм может обеспечить самостоятельно. Напротив, я поставил доказательство того, что нерегулируемые финансовые рынки, как правило, становятся все более неустойчивыми. Это наиболее очевидно иллюстрирует валютный рынок, но эту неустойчивость также достаточно убедительно демонстрирует и процесс расширения и сокращения кредита. Вопрос о том, оказались бы фондовые рынки внутренне неустойчивыми, если бы в операциях не был задействован кредит, остается открытым, поскольку по-прежнему на фондовом рынке все еще связан с расширением кредита. Избыточная неустойчивость может быть предупреждена только некоей регуляровкой.

В какой степени неустойчивость является избыточной? Это вопрос оценки. Стандарты варьируются с течением времени. Степень диспропорций в распределении средств, которую мы готовы перенести сегодня и которая определяется показателями безработицы, могла бы показаться немыслимой несколько десятилетий тому назад, когда воспоминания о Великой Депрессии были еще свежи, а недостатки политики полной занятости не столь очевидны. Аналогичным образом, ограничения на корпоративное реструктурирование значительно ослабли в период между бумом конгломератов 1960-х гг. и манией слияния компаний 1980-х гг.

Проблема, связанная с регулированием, заключается в том, что процесс регулирования осуществляют люди с присущей им склонностью совершать ошибки. Чтобы избежать произвола и злоупотребления властью, правила и регулирующие акты должны создаваться заранее, но разрабатывать регулирующие акты, которые были бы достаточно гибкими для того, чтобы удовлетворять любым изменениям обстоятельств, довольно сложно. Регулирующие акты, как правило, бывают жесткими и направленными против нововведений. Ограничения и искажения, которые они вызывают, накап-

диваются точно так же, как и неустойчивость на нерегулируемом рынке. Хорошим примером служат подоходный налог. Чем выше ставка налога и чем дольше они действуют, тем шире уклонение от налогов и тем сложнее налоговый кодекс.

Я не хочу и далее вести обсуждение на столь абстрактном уровне, поскольку оно может легко вырождаться в пустые фразы. В следующей главе я попытаюсь сделать несколько предложений, касающихся политики; здесь я хотел бы сделать лишь одно общее замечание. Как регулирование, так и неограниченная конкуренция могут оказаться пагубными, если они достигают крайней точки, но неудачи, вызванные одной крайностью, не должны служить поводом, чтобы броситься к другой. Обе крайние точки должны считаться не альтернативами, а лишь пределами, между которыми и должна быть достигнута балансировка. Задача усложняется нашей врожденной тенденцией к предпочтению того или иного направления.

В книге *Тяжкое бремя сознания*, написанной примерно 25 лет назад, я разработал довольно сложную схему, касающуюся этого вопроса. В качестве критической переменной я использовал темп перемен и утверждал, что люди, руководствуясь своим несовершенным пониманием, как правило, склонны преувеличивать его в том или ином направлении. Одна крайность приводит к традиционному или догматическому способу мышления, в соответствии с которым существующие порядки должны быть приняты как есть, поскольку немыслимо, чтобы дела обстояли иначе. Другой крайней точкой является критический способ мышления, в котором все считается возможным, пока это не опровергается. Каждый из этих способов мышления связан с формой социальной организации, отвечающей ему с той степенью несовершенства, которая соответствует несовершенному пониманию участников. Традиционным образом, традиционный способ мышления связан с родовым обществом, догматический способ — с тоталитарным, а критический — с Открытым Обществом. Нет необходимости говорить, что я находился под сильным влиянием идей Карла Поппера. Я выбрал Открытое Общество, но не без оговорок. Как оказалось, любой форме социальной организации не хватает чего-то, что может быть найдено лишь в ее противоположности. Тоталитарному обществу не хватает свободы, Открытому Обществу не хватает стабильности. Но, хватаясь за свободу, Открытому Обществу не хватает стабильности. Но, хватаясь за стабильность, Тоталитарному обществу не хватает свободы. Учитывая наши врожденные предпочтения, стабильное равновесие между этими двумя формами общества столь же невероятно, как и стабильное равновесие на финансовом рынке. Симпатии, скорее всего, будут перекладываться с одного направления на другое.

После почти полувека существования того, что сейчас представляется избыточным регулированием, мы начали движение к избыточному дерегулированию. Чем скорее мы признаем, что для поддержания стабильности некоторое регулирование необходимо, тем выше наши шансы на то, что мы сможем сохранить достоинства почти свободной рыночной системы.

18. К международному центральному банку

Мы пришли к заключению, что финансовые рынки являются внутренне нестабильными. Какие практические меры необходимы, чтобы предупредить их крах? Я обнаружил, что не могу ответить на этот вопрос. Моя сила в способности определять ошибки, присущие какой-либо системе, а не в проектировании новых систем. Я долго лелеял мечту о том, что смогу стать экономическим реформатором, похожим на Кейнса, но чем ближе я подходил к разбору моих взглядов, тем более ясной становилась ограниченность моих возможностей. Моя специфическая опытность происходит из моего умения видеть в любой системе ее ошибки, но мое понимание любой системы всегда хуже, чем понимание экспертов. Это верно по отношению к анализу ценных бумаг, а также по отношению к финансам и экономике. Когда я ставал экзамен на старшего аналитика по ценным бумагам, я проводился по всем предметам; анализируя кредитно-регуляторный цикл, я чувствовал отсутствие основательного фундамента в теории денег, но, как читатель уже видел, во время эксперимента в реальном времени моим самым слабым местом были экономические прогнозы. Как в моей инвестиционной деятельности, так и в процессе работы над этой книгой я мог заимствовать как готовое новое понимание той или иной области, не владея в действительности самим знанием; но когда речь заходит о проектировании новой финансовой системы, отсутствие у меня знаний становится решающим недостатком.

Тем не менее я чувствую, что могу внести некоторый вклад, особенно в тех случаях, когда расхожая мудрость не может ничего предложить. Кейнсианство (не путать с Кейнсом) было дискредитировано инфляцией 1970-х гг.; монетаризм демонстрирует сей час свою неадекватность в режиме меняющихся обменных курсов и широкомасштабных международных перемещений капитала; и экономика предложения оказывается не более чем капаибуром на тему кейнсовской важности спроса. Наблюдается общая заблужденность, но нет никаких четких идей по поводу лечения. В этих обстоятельствах даже мои нечеткие пробные идеи могут оказаться полезными.

Прежде всего я считаю, что нам необходимо разграничивать экономическую политику и системные реформы. Необходимым является и то, и другое, но ни одно из них не является достаточным само по себе. Трудно представить себе, каким образом какая-либо система могла бы функционировать полностью автономически. Опыт показывает, что любая система, — будь то основанная на золотом стандарте, Бреттонвудская, или основанная на свободной плавающих обменных курсах — терпела крах, если она не поддерживалась подходящей экономической политикой. Точно так же трудно представить себе, как экономическая политика могла бы корректировать возникающие диспропорции без некоторых системных реформ. Различные диспропорции взаимосвязаны и невозможно иметь дело с одной из них, не задевая при этом остальные.

Мы столкнулись с запутанной совокупностью диспропорций и неустойчивостей. Упомянем лишь некоторые из них: нестабильные обменные курсы, проблема международных задолженностей, хронический бюджетный и торговый дефицит США, хронический положительный торговый баланс Японии, хроническое мировое перепроизводство сельскохозяйственной продукции и полезных ископаемых, неустойчивые цены на товарно-сырьевых рынках, и в особенности на нефть, неустойчивость международных движений капитала и неустойчивость международных финансовых рынков. Некоторые из перечисленных неустойчивостей вызваны экономической политикой и могут быть изменены с помощью перехода к иной экономической политике; некоторые внутренне присущи господствующей системе и могут быть исправлены только путем изменения этой системы.

В качестве примера диспропорций первого рода мы можем привести желание японцев производить больше, чем они потребляют, и очевидное стремление США потреблять больше, чем они производят. Если эти тенденции не будут исправлены, то сам ход событий приведет к падению Японии на уровень лидирующей мировой державы и к падению США. Этот переход может вызвать значительные изменения и перемещения, но его можно избежать, изменив лишь экономическую и финансовую политику и не меняя финансовой системы. Система сама по себе должна быть в состоянии приспособиться к такому переходу, если он произойдет; в противном случае она потерпит крах, что будет катастрофическим для всех ее участников.

Примером диспропорций второго рода является господствующая система обменных курсов. Как мы уже видели, свободно плавающие

обменные курсы накапливают нестабильность. Этот факт сейчас уже признается властями и соглашение в Плазе обязало их контролировать обменные курсы. Однако нет договоренности, как это делать. Контроль за обменными курсами в значительной степени связан с координацией экономической политики. Если можно прийти к кооперации на добровольной основе, — это просто прекрасно; если нет — необходимо разработать новую систему.

В этой главе я рассматриваю возможность системных реформ; соответствующая экономическая политика будет обсуждаться только в связи с ними.

По-моему, существуют три основных проблемных области, требующие системной реформы: обменные курсы, ценообразование на товарно-сырьевых рынках, особенно цены на нефть, и международные задолженности. В каждой из этих проблемных областей существует множество вопросов, которые могут быть решены, но не в изоляции друг от друга, а лишь как часть единой системы. Существует и четвертая важная проблемная область, которая еще не осознана как таковая: международные рынки капитала. Они отражают различные диспропорции, приспособливаются к ним и порождают их. Их быстрое развитие повсеместно приветствуется как позитивное новшество и трактуется как еще один случай спонтанного приспособления рынка к меняющимся потребностям. Я утверждаю, что в перспективе быстрый рост международных рынков капитала окажется лишь еще одним перегибом, аналогичным быстрому росту международных займов в 1970-х гг. Все мы знаем, что бум международных займов был построен на ложном фундаменте; я полагаю, что осознание недостатков международных рынков капитала — лишь вопрос времени.

В настоящее время существует сильная предрасположенность рассматривать проблемы на основе индивидуального подхода. Сейчас, например, общепризнано, что нельзя допускать, чтобы обменные курсы и далее дрейфовали без всякого вмешательства; но также общепризнано и то, что существующее вмешательство должно быть постепенным и носить пробный характер. Спор возникает вокруг вопроса о целевых зонах*: должны ли они быть невязными или провозглашенными явно? Возможность возврата к фиксированным обменным курсам более или менее исключается. Точно так же существует признание, что проблема международ-

* Target zones — "целевые зоны" валютных курсов: одно из предложений по достижению валютной стабильности, заключающееся в установлении согласованных ориентировочных валютных курсов. — *Прим. ред.*

ных задолженностей требует некоторых новых инициатив, но план Бейкера подчеркнуто настаивает на индивидуальном подходе. Весьма несложно понять, почему это так: уступки, сделанные в отношении одной страны, могут легко распространиться на все остальные, поэтому любые разговоры о системной реформе могут ускорить крах всей системы. Что касается цен на нефть, этот вопрос оставлен в компетенции ОПЕК; идея о том, что страны-потребители должны сотрудничать с тем, чтобы внести стабильность в эту отрасль, еще никто даже не обдумывал.

Пошаговый подход, предложенный Джеймсом Бейкером, представляет значительное продвижение вперед по сравнению с позицией невмешательства, которой придерживался Дональд Риган, когда он руководил Казначейством. Он являет собой признание того, что рынок не может быть предоставлен самому себе и власти должны осуществлять некоторое руководство, чтобы избежать развала. Инициативы, выдвинутые на встрече Группы Пяти в отеле Плаза, спровоцировали крупнейший подъем на мировых рынках акций и облигаций. Импульс, пороженный встречей Группы Пяти в отеле Плаза, иссяк, и мы вновь дрейфуем в опасном направлении. Если импульс может быть возрожден благодаря мерам ад-хок, это просто прекрасно. Но без эффективного международного сотрудничества все больше маячит опасность протекционизма, валютных неувязок и кризиса в обслуживании задолженностей, и, соответственно, все более насущной становится потребность в системной реформе.

Как только мы обращаемся к системным реформам, наш подход должен стать полностью противоположным. Вместо того, чтобы рассматривать индивидуальные проблемы отдельно друг от друга, мы должны сделать попытку справиться с ними одновременно. Проблемы, которые кажутся неразрешимыми сами по себе, становятся на место в рамках более широкого решения. Чем шире охват предлагаемой схемы, тем выше шансы на успех. Вероятно, три или четыре основных проблемных области, о которых я упоминал, можно рассматривать по отдельности, о более эффективном сделать это одновременно. Я осознал, что любое радикальное изменение в существующих установках идет против шерсти, особенно в вопросах международного сотрудничества, где общее благо пришлось свести на нет в угоду национальным интересам. Но иногда реформы оказываются и возможными, и необходимыми. Обычно это происходит в кризисные периоды.

На следующих страницах я обсужу основные проблемные области по отдельности, но решение, которое я намереваюсь пред-

ложить, связать их друг с другом. Оно заключается в создании международного центрального банка. Исторически центральные банки эволюционировали в ответ на кризисы. Каждый центральный банк имеет собственную историю, хотя изменения, происходившие в одном финансовом центре, также касались и других. Современные проблемы являются по большей части международными; следовательно, решение их также должно быть международным. Мы уже положили начало международным институтам централизованной банковской деятельности: Банк международных расчетов был образован в 1930 г. в ответ на долговые проблемы Германии; Международный валютный фонд и Всемирный банк были основаны в 1944 г. в Бреттон-Вудсе. Следующий шаг должен состоять в расширении их функций и в создании некоего нового института.

Обменные курсы

Рассогласования* обменных курсов стали главным источником разрушительной силы, воздействующей на мировую экономику. Они сделали небезопасными долгосрочные вложения, они поставили под удар ценность уже сделанных вложений и они же стали корнем протекционистских настроений в США. Рыночный механизм не может вновь привести валюты в состояние согласованности. Напротив, спекуляции, как правило, преувеличивают колебания курсов валют. Как мы уже видели, система свободно плавающих обменных курсов накапливает нестабильность.

Вопрос в следующем: что может быть с этим сделано? Возможны многие различные меры. Целевые зоны, невыемы или явные, являются наименее радикальной и поэтому чаще упоминаемой альтернативой. Мы можем также вернуться к системе фиксированных обменных курсов, используя или не используя золото в качестве стандарта стоимости. Наболевшее смелой из всех альтернатив было бы введение нами международной валюты.

Вне зависимости от того, какая альтернатива будет выбрана, необходимо решить множество проблем. Первой и важнейшей из них является международное движение капитала. Перевод средств через национальные границы весьма желателен, и его необходи-

* Misalignments — русский термин отсутствует, формальное определение: устойчивое отклонение реального эффективного валютного курса от уровня фундаментального равновесия. — *Прим. ред.*

мо поощрять, но спекулятивные перемещения капитала, как мы уже отмечали, накапливают нестабильность. Нам необходима система, которая сделала бы спекуляцию бесприбыльной. В идеале колебания обменных курсов валют должны держаться в пределах изменений процентных ставок; но это привело бы к системе более или менее фиксированных обменных курсов.

Выделение целевых зон, скорее всего, не сможет остановить спекуляции. Напротив, этот подход может явиться приглассением к спекуляциям против властей с ограничением риска. Поддержав тот или иной набор целевых зон, власти подставляют себя под спекулятивный удар, время и место которого выбирают спекулянты. История показывает, что в этих условиях спекулянты обычно выигрывают. Можно утверждать, что система с явными целевыми зонами является худшим из возможных миров, поскольку она делает выгодными спекуляции в пределах системы, а также провоцирует спекулятивные удары, направленные против самой системы.

Несколько лучшие шансы на успех имеют необъявленные целевые зоны. Это ставит власти в позицию против биржевых игроков в сложной игре, напоминающей кошки-мышки, и власти имеют шанс на победу, если они действуют в унисон и мобилизуют более крупные ресурсы, чем спекулянты. Поскольку они контролируют оружие последней инстанции — печатный станок, — их цель не является недостижимой. Дальнейшее усиление уже сильной валюты всегда можно предотвратить, если центральный банк готов поставлять ее в неограниченных количествах. Любопытно, что у центральных банков весьма редко хватает на это силы духа.

Если властям удастся стабилизировать обменные курсы, горячие деньги в конце концов остынут и найдут путь в долгосрочные вложения — важнейшая предпосылка для более здоровой мировой экономики. Но стабилизация относительной стоимости мировых валют еще не достаточна: если мы хотим избежать инфляционных и дефляционных перегибов во всемирном масштабе, стоимость всех валют в совокупности должна оставаться стабильной. Стабилизатором на протяжении всей человеческой истории служило золото, и оно может в той или иной форме продолжать выполнять эту роль, хотя в настоящее время оно имеет большой недостаток: значительные объемы его поставок приходится на долю двух стран с торремым режимом — Южной Африки и Советского Союза. В любом случае проблема не только в том, чтобы найти подходящую монетарную основу; если принять во внимание рефлексивность кредита, кредитная структура, возмвнутая на этой

основе, также должна регулироваться. Необходим институт, coordinating рост кредита во всемирном масштабе, — международный центральный банк.

Здесь возникает необходимость рассмотреть еще две основные проблемные области: международную задолженность и цены на товарно-сырьевых рынках, особенно цены на нефть.

Международные задолженности

Время накопленной задолженности продолжает тяжело давить как на заемщиков, так и, равным образом, на кредиторов. Существовала надежда на то, что они могут справиться с этой проблемой, но расчеты не принесли во внимание эрозию ценности заложенного обеспечения, происходившую при ликвидации займов. В случае если займы предоставляются для уравнивания платежного баланса, в качестве залога выступают экспортные товары. Менее развитые страны экспортируют, как правило, товары, стагнивавшие с неэластичным спросом*, по мере того как они пытаются увеличить объемы экспорта, под давлением оказываются цены на товары.

Некоторым из наиболее крупных стран-должников удалось вступить в период, который я назвал третьей фазой процесса приспособления, но остальные, как представляется, окончательно увязли в позиции дефицита. Увеличение объемов производства традиционных экспортных товаров привело их в тупик. Должны быть найдены другие пути экономического роста. Экспорт более сложных товаров мог бы стать одной из возможных альтернатив, но претрадой на этом пути является протекционизм. Это оставляет внутренний рост основным путем к экономическому возрождению в менее развитых странах. С политической точки зрения

* Elasticity of demand — эластичность спроса, это мера, связывающая цену продукта или услуги с объемом спроса на этот продукт (услугу). Спрос неэластичен, если процентное изменение объема спроса меньше, чем процентное изменение цены. При этих условиях сравнительно большее (относительное) снижение цены приводит лишь к (сравнительно) малому росту спроса. Короче, "меньшей не меняй цену, а спрос почти не изменится". Аналогично определяются эластичный спрос и эластичное/неэластичное предложение; а также — родственные понятия эластичный/неэластичный рынок, эластичная/неэластичная валюта. Чтобы увеличить объем экспорта товара с неэластичным спросом, надо резко понизить цену. — *Прим. ред.*

это весьма желательно, поскольку США могут с большей готовностью поглощать импорт, если несколько увеличится и экспорт; более того, общественное мнение в странах-должниках все более настойчиво требует внутреннего роста.

План Бейкера был разработан с целью принести облегчение странам со значительной задолженностью путем увеличения объемов новых займов. Средства частично должны быть предоставлены международными институтами, особенно Всемирным банком и Межамериканским банком развития, а частично — коммерческими банками. К коммерческим банкам обратился с просьбой об обеспечении по судам в объеме 20 млрд. долл. в течение трех лет. По займам будут предоставлены перекрестные обязательства на случай невыплаты, что делает их более безопасными, чем чисто коммерческие займы. Когда ресурсы Всемирного банка истощатся, администрация обратится к Конгрессу и попросит об увеличении капитала.

Этот план является шагом в правильном направлении. Но он оставляет нерешенными две проблемы. Одна из них — накопление странами-заемщиками дополнительных задолженностей, в то время, когда они не в состоянии выполнять свои уже существующие обязательства; вторая — накопление сомнительных ссуд в отчетности коммерческих банков, и без того уже имеющих слишком большие объемы таких ссуд. Этот план смягчил бы вторую проблему, поскольку значительная часть новых займов должна предоставляться государственными институтами, но он не смог бы разрешить ее окончательно. С другой стороны, этот план может вызвать подозрения в том, что он разработан с целью подержки банков. Это делает более трудным получить от Конгресса одобрение на увеличение объемов капитала Всемирного банка.

Очевидно, что этот план не достаточно перспективен. Он не решает вопрос о последствиях перегибов, допущенных в прошлом. При отсутствии государственного вмешательства ликвидация накопленных задолженностей происходила бы в катастрофическом режиме. Если же мы хотим, чтобы политика вмешательства оказалась успешной, она должна упорядоченным образом сократить объем накопленных задолженностей.

Опыт последних нескольких лет показывает, что как только объем накопленных задолженностей переходит определенный критический уровень, он не может быть сокращен с помощью обычного процесса приспособления. В большинстве латиноамериканских стран приспособление уже достигло допустимых пределов, а отток ресурсов достиг максимального уровня и даже пре-

высил его. Тем не менее внешний долг продолжал накапливаться, и отношение заемных средств к собственным продемонстрировало лишь незначительное улучшение, если оно вообще имело место. Более того, внутренняя задолженность росла с угрожающей скоростью.

В любой развитой стране существуют специальные юридические процедуры, предназначенные для разрешения проблемы избыточных задолженностей. Закон о банкротстве используется для упорядоченной ликвидации невыплаченных займов без излишнего нарушения хода экономических процессов. Нам срочно нужна некоторая процедура банкротства в области международных задолженностей.

Принципы реорганизации при банкротстве чрезвычайно просты. В определенный момент времени часы останавливаются. Все существующие активы и обязательства бросаются в один котел, чтобы быть впоследствии рассортированы в процессе длительной борьбы. В то же время собственности позволяют функционировать, если она жизнеспособна, но уже освободив ее от груза прошлого. Обязательства вновь функционирующего предприятия имеют приоритет перед обязательствами его предшественника. Именно этот принцип позволяет обанкротившемуся предприятию продолжать функционировать.

Система международных займов не имеет аналогичной процедуры для урегулирования невыплаченных займов. Было много прецедентов, когда займы выплачивались не полностью. Обычно невыплата займов приводила к тотальному неплатежу, и ситуация нормализовывалась лишь спустя несколько десятилетий, когда займодавцы были счастливы, если им удалось уладить вопрос, получив лишь несколько центов за каждый доллар. Наболевшая проблема попытками реорганизовать задолженности, не вызывая тотального неплатежа, были планы Дюаса и Янга, предложенные для Германии соответственно в 1924 г. и 1929 г., но они не принесли позитивных результатов.

Пример внутренней процедуры банкротства неприменим напрямую к сегоднешней ситуации, поскольку суммы, о которых идет речь, столь значительны, что если платежи будут хотя бы временно отложены, займодавцы также разорятся; но принцип подведения черты под прошлым является правильным.

В настоящее время все участники рыночного процесса осознают эту нерешенную проблему. Иностранные займодавцы стремятся свести свои обязательства к минимуму, а внутренний капитал ищет убежища за рубежом. Экономика стран, имеющих значительные

задолженности, продолжает ослабевать, а политическое давление растет. Эти тренды необходимо обратить в противоположном направлении. Мы имеем дело с рефлексивным процессом. Чтобы обратить такой тренд, необходимо критическое событие, последствия которого достаточны, чтобы изменить преобладающее предположение. Только всеобъемлющая программа реорганизации может явиться таким событием.

Я не готов к тому, чтобы предлагать конкретный план действий. Такой план потребовал бы значительной подготовки и обсуждения. Единственное, что я мог бы сделать здесь, — это предложить предварительный набросок того, как он мог бы выглядеть. Он должен касаться, по меньшей мере, пяти основных тем:

- (1) решение вопроса об уже существующих задолженностях;
- (2) предоставление нового кредита;
- (3) сохранение банковской системы;
- (4) экономическая политика в странах-должниках;
- (5) репатриации "беглого"* капитала и привлечение иностранных инвестиций.

В июне 1986 г. сенатор Бредли предложил план, в котором затрагиваются все эти вопросы¹. Генри Кауфман 4 декабря 1986 г. обрисовал план², в значительной степени сходный с моим. Эти предложения способствуют развитию дискуссии в правильном направлении.

Уже существующие задолженности могли бы быть консолидированы в свободно обращающиеся долгосрочные облигации с умеренными процентными ставками. Облигации продавались бы по цене, составляющей незначительную часть их номинальной стоимости, и банки, владеющие облигациями, понесли бы значительный ущерб. Для своей защиты банким позволяется списывать свои облигации по рыночной стоимости постепенно, в течение многих лет. В течение этого срока облигации могут быть использованы по своей постепенно снижающейся официальной стоимости в качестве залога для получения займов через дисконтное окно центрального банка. Это предположительно бы "наезд" на банки, финансовые позиции которых сильно пострадали в результате реорганизации: им позволено было бы выбраться из ловушки.

* *Flight capital* — капитал, который вывезен за рубеж с нарушением национального валютного законодательства. — *Прим. ред.*

Но реорганизации уже существующих заолженностей недостаточно; должно быть обеспечено продолжение поступления новых кредитов, чтобы позволить экономике стран, имеющих значительные задолженности, возродиться. Здесь нельзя рассчитывать на коммерческие банки. Прежде всего, они не предоставили бы кредитов, направленных на цели платежного баланса; они усвоили этот урок и не захотят предоставлять займы, даже если не понесут убытков по уже принятым на себя обязательствам. Займы, необходимые для целей платежного баланса, должны находиться в компетенции международного кредитного института, который обладал бы достаточным весом, чтобы убедить страны-должники следовать надлежащей экономической политике.

В настоящее время основной внутренней проблемой стран, имеющих значительные задолженности, является инфляция. До тех пор, пока обслуживание международных задолженностей порождает значительный бюджетный дефицит, существует лишь слабая надежда на ее подавление. Но как только время международных задолженностей будет облегчено, шансы внутренних реформ на успех увеличатся. При более низкой инфляции выросли бы реальные процентные ставки, поощрялось бы возвращение беглого капитала и, вероятно, даже мог бы вновь быть привлечен иностранный капитал.

Чтобы обеспечить адекватный поток новых кредитов, Всемирный банк (или новый институт, созданный в этих целях) нуждается бы в значительном капитале. В настоящее время отсутствует политическая воля к тому, чтобы предоставить необходимый капитал: любая попытка расширения международных финансовых институтов была бы воспринята как взятие на поруки банков, или стран-должников, или и тех, и других. Всеобъемлющая схема, которая требовала бы максимально возможного вклада и от кредиторов, и от должников, должна помочь преодолеть эти возражения. Новые займы не будут использоваться для обслуживания существующих задолженностей; они послужили бы для стимуляции мировой экономики в период, когда ликвидация невыплатенных займов оказывает депрессивный эффект и стимулиция жизненно необходима.

Нефть

Существует безболезненный способ, с помощью которого может быть получен капитал, требующийся Всемирному банку. Он включает грандиозную конструкцию, которая комбинирует процесс стабилизации цен на нефть с решением проблемы международных задолженностей. Я впервые подумал о нем в 1982 г. Я обрисовал его в статье, которая была отклонена с едкими комментариями и никогда не была опубликована. Тогда считалось, что она заходит слишком далеко и такой же, вероятно, она будет считаться и сегодня. Интересное замечание по поводу этой статьи заключается в том, что проблема, побуждавшая меня ее написать, исчезла. Статья сегодня так же актуальна, как и в момент ее написания. Читатель может оценить ее самостоятельность, поскольку я воспроизвожу ее здесь более или менее дословно.

Международная схема стабилизации цен на нефть с помощью буферного запаса*

Эта статья покажет, чего можно было бы достичь с помощью международной кооперации, если бы имелась подлинная готовность к сотрудничеству. Существует множество возможностей; я сосредоточусь на том оптимуме, который может быть достигнут. Причина этого заключается в моем желании показать, что существует работоспособное решение. Это может вызвать решимость воплотить его на практике.

Оптимальное решение потребовало бы соглашения между странами, являющимися основными импортерами нефти, и странами-экспортерами нефти; оно заменило бы ОПЕК организацией, которая соединяла бы в себе основные черты, присущие картелю — фиксирование цен и производственных квот, — с чертами, присущими международной схеме создания буферного запаса.

Не является ли необходимым, ни даже желательным, чтобы в этой схеме участвовали все страны, потребляющие или производящие нефть. Сотрудничество индустриальных стран и "умеренных" членов ОПЕК является критически важным, но схема может работать и без участия таких производителей, как Иран, Ливия или Алжир.

* Написана в 1982 г. — *Прим. авт.*

Схема действовала бы следующим образом: должны быть установлены производственные и потребительские квоты. Суммарный объем квот должен превышать существующий сегодня уровень потребления. Избыток переводился бы в буферный запас. Поскольку хранение нефти слишком дорого, буферный запас существовал бы главным образом на бумаге: нефть можно хранить в земле.

Платежи выполнялись бы не напрямую стране-производителю, а на заблокированный счет в специальном отделении Международного валютного фонда. Средства депонируются на имя стран-производителей, чьи производственные квоты не покрываются реальными продажами. Нефть оплачивается теми странами-потребителями, которые не покрывают своих потребительских квот реальными покупками. Нефть будет храниться в бухгалтерских книгах полномочного органа, ответственного за буферный запас, в распоряжении страны, заплатившей за нее. Полномочный орган, ответственный за буферный запас, в свою очередь, хранит нефть в земле страны-производителя до тех пор, пока в ней не возникнет потребность. Очевидно, что полномочный орган, ответственный за буферный запас, должен быть уверенным в том, что хранение нефти в земле является безопасным.

Страны-потребители вводят налог на импортируемую нефть. Они возвращают часть этого налога странам-производителям нефти, участвующим в схеме. Страны, не участвующие в схеме, не будут получать права на такую компенсацию в наказание за неучастие. Возвращаемые средства также будут депонированы на заблокированный счет в специальном отделении Международного валютного фонда. По средствам, депонированным на заблокированных счетах, будет выплачиваться процент по очень низкой ставке, скажем 1%.

Страны-производители, имеющие значительные запасы, такие, как Мексика, Венесуэла, Нигерия и Индонезия, смогут использовать свои заблокированные счета для обслуживания своих займов; страны с положительным торговым балансом, такие, как Саудовская Аравия и Кувейт, укрепили бы свой кредитный баланс.

Менее развитые страны будут отстранены от участия в схеме создания буферного запаса. В качестве преимущества они имели бы возможность покупать нефть по более низ-

ким ценам, чем промышленно развитые страны. Их участие в схеме не сможет поставить ее под угрозу.

В целях иллюстрации давайте предположим, что справочная (лимитная) цена* на нефть удерживается на уровне 34 долл.; налог должен быть довольно значительным, скажем, 17 долл., а половина его, то есть 8,5 долл., возвращается производителям. Квоты будут зафиксированы на весьма высоком уровне, так что буферный запас начнет накапливаться со скоростью, скажем, 3 млн. баррелей в день. Если промышленно развитые страны импортируют только 15 млн. баррелей в день, и 80% нефти поступает от производителей, участвующих в схеме, можно получить 55,8 млрд. долл. в год от налоговых сборов и выплатить производителям 28 млрд. долл. за покупку нефти, хранящейся в буферном запасе. Оставшаяся часть суммы можно использовать для сокращения бюджетного дефицита, что поставило бы промышленно развитые страны в более удобную позицию и помогло бы им предоставить необходимые средства для увеличения собственного капитала Всемирного банка. Специальное отделение Международного валютного фонда получило бы 65 млрд. в год. Все эти средства были бы направлены на кредитование стран-производителей: 37,2 млрд. долл. составила бы доля производителей в налоге на импортируемую нефть и 28 млрд. поступило бы от буферного запаса. Для сравнения стоит отметить, что пик чистого роста международных займов в 1980 и 1981 гг. составил около 60 млрд. долл.

Что произошло бы с рыночными ценами на нефть? Поскольку заблокированный счет приносил бы лишь 1% дохода, существовал бы стимул для того, чтобы производить физическую продажу нефти, а не продавать ее в буферный запас. Цена, уплачиваемая за нефть в буферном запасе, выступала бы поэтому в качестве потолка: свободные рыночные цены установились бы где-то на уровне, который был бы ниже справочной цены минус возвращаемая часть налога, что составляет 25,50 долл. Для потребителей и производителей в промышленно развитых странах эта цена, безусловно, включала бы налог на импортируемую нефть. Если цена поднимается выше справочной, это должно служить показателем того, что спрос усилился и настало время повысить производственные квоты.

* Англ. benchmark price. — Прим. ред.

Вопрос о том, какими образом могут быть уравновешены квоты и цены, представляет собой стечение серьезных проблем. Большинство попыток регулировать рынок провалилось, поскольку подходящего механизма уравновешивания не существует. Это верно даже по отношению к международной денежной системе: Бреттонвудская система потерпела крах вследствие жестко фиксированной цены на золото. Чем в большей степени схема полагается на цены как на механизм уравновешивания, тем выше ее шансы на выживание. Осознавая этот принцип, следует использовать буферный запас только для того, чтобы дать ценовому механизму время, которое позволило бы ему выполнить свою функцию. Это означает, что после первоначального накопления буферного запаса независимо от того, когда мы начали его создавать, результатом станет выравнивание на более высоком уровне прежде всего производственных квот, а затем и цен. Когда буферный запас вновь начнет создаваться, будет иметь место сокращение производственных квот до минимума, установленного в начале процесса.

Распределение производственных квот является одной из наиболее коллоших проблем. Первоначальные квоты должны быть основаны на минимально необходимых финансовых потребностях стран-участников; когда общий объем производства будет увеличен, при распределении увеличенных объемов следует во все большей степени руководствоваться неиспользованными объемами производственных мощностей, объемами резервов и темпами роста или сокращения резервов. Квота Саудовской Аравии, например, выросла бы более значительно, чем, например, квота Алжира или Венесуэлы. Даже если может быть выработан некоторая общая формула, во многих случаях потребуются принятые решения по собственному усмотрению.

В итоге по мере того, как производственные мощности начинают использоваться более полно, нежелание отдельных производителей увеличивать свои квоты смогло бы сыграть роль триггерного механизма возрастания цен. И здесь вновь потребуются принятие решений по собственному усмотрению.

Распределение потребительских квот будет сравнительно более простым: в качестве основы могут послужить оценки реального потребления.

Чтобы ввести принятие решений по собственному усмотрению, требуется полномочный орган. Вопрос о том, как такой орган будет конституирован и каким образом будет распределено право голоса, является вообще самым сложным. Он может быть урегулирован лишь путем напряженных переговоров; результат будет отражать способность участников вести переговоры и влиять на ход этих переговоров.

Нет сомнений в том, что будет иметь место значительный сдвиг влияния от нефтепроизводящих стран к промышленно развитым странам. Это попросту надлежит сделать, если надо спасти ОПЕК от коллапса. По-моему, коллапс ОПЕК имел бы столь катастрофические последствия, что его необходимо предупредить любым способом. Один из основных аргументов в пользу принятия всеобъемлющей схемы, представленной здесь, заключается в том, что в этом случае промышленно развитые страны могли бы также получить максимальные прибыли от изменения, которое они так или иначе вынуждены будут принять. Насколько много им удастся получить — зависит от навыков, силы духа и сплоченности, которую они продемонстрируют. Схема, набросанная здесь, была бы более прогрессивным шагом, нежели попытка латания ОПЕК.

Наивысшие возможные достижения этой схемы зависят от того, как будут использованы средства, накопленные в специальном отделе МВФ. Суммы, которые предполагается вовлечь в схему, чрезвычайно велики: они должны превышать пиковый объем накопленных международных задолженностей; они оставались бы весьма значительными даже после прекращения роста буферного запаса. Средства должны быть достаточными для финансирования плана глобальной реорганизации задолженностей суверенных государств.

Заблокированные средства, хранящиеся в МВФ, были бы предоставлены в виде займа Всемирному банку для выделения кредита странам, обладающим значительными задолженностями; они также могли бы быть использованы для выкупа с дисконтом невыплаченных ими задолженностей. Наличный доход, полученный по этим займам, мог бы быть, в свою очередь, использован для заблокирования счетов в МВФ.

Какие будут последствия для различных участников этой схемы? Это в значительной степени будет зависеть от дого-

воренностей, выработанных в процессе переговоров. Тем не менее общие перспективы ясны.

В ближайший период промышленно развитые страны должны были бы пожертвовать преимуществами, связанными с более низкими ценами на нефть, в обмен на долгосрочную ценовую стабильность, накопление буферного запаса, решение проблемы международных задолженностей и значительный вклад в доходы государства. Уж если говорить о каких-то преимуществах, то таковым стала бы для них и защита внутренней энергетической и нефтяной промышленности.

Страны-производители, участвующие в схеме, получили бы гарантированный рынок для произведенной ими нефти в объеме, значительно большем, чем существующий в настоящее время. Выплачиваемые им цены были бы ниже существующих в настоящее время, но выше, чем в случае коллатера ОПЕК. Существуют две важных причины, которые могли бы побудить стран-производителей участвовать в схеме: возвращаемая им часть налога на нефть и возможность продажи нефти в буферный запас. Несмотря на то, что средства из обоих этих источников будут выплачиваться на заблокированный счет в МВФ, страны-производители, имеющие задолженности, имели бы доступ к таким счетам в целях выплаты своих задолженностей; страны, имеющие избыточный торговый баланс, могли бы разблокировать свои средства, но только после длительной задержки.

Менее развитые страны, не производящие нефть, получили бы значительное облегчение — возможность покупать нефть по более низким ценам, чем промышленно развитые страны. Как производящие, так и потребляющие нефть страны, получили бы выгоды от всеобщей схемы реорганизации задолженностей.

Эта статья не решает вопроса о том, каким образом столь сложная схема могла бы быть воплощена на практике. Как перейти от сегодняшнего положения вещей к ее воплощению? Вероятно, потребовался бы более серьезный кризис, чем тот, который видится в настоящее время, чтобы объединить различных участников этой схемы.

План, представленный выше, следовало бы пересмотреть в свете изменившихся обстоятельств. Как справочная цена, так и размер налога на импортируемую нефть должны были бы быть значительно ниже используемых нами цифр, что отражало бы эрозию монопольных прибылей ОПЕК, которая наступила уже после того, как эта схема была сформулирована.

Мне не хотелось бы тратить силы на пересмотр этого плана, поскольку я понимаю, что, учитывая существующее преобладающее предположение, он является абсолютно нереалистичным. Любого рода буферная схема была бы немедленно осмеяна и отвергнута на основе предшествующей истории схем, предусматривавших создание буферного запаса. Но можно и обратить этот аргумент. Является ли опыт, накопленный рыночным механизмом, более позитивным? Взгляните на историю торговли нефтью. Единственными периодами стабильности были периоды, когда имел место избыток поставок и когда действовали договоренности о создании избыточных типов картелей. Здесь я имею в виду следующие три случая: во-первых, монополии, введенная компанией Стандард Ойл; во-вторых, система производителей каучу, исползуванная Техасской железнодорожной комиссией, и, в-третьих, ОПЕК. До и после каждого из этих периодов был период смуты. Если необходима какая-то схема стабилизации, следует ли оставлять эту задачу в компетенции производителей? Не должны ли страны-потребители, чьи жизненные интересы здесь затрагиваются, принять участие в этих договоренностях? Как только будет осознана сила этого аргумента, настанет время изложить этот план на свет.

Международная валюта

Как только будет принята идея схемы буферного запаса нефти, останется сделать еще один сравнительно небольшой шаг для создания устойчивой международной валюты. Учетная единица должна быть основана на нефти. Цена на нефть оставалась бы стабильной благодаря схеме буферного запаса, хотя относительно прочих товаров и услуг она могла бы постепенно расти, если спрос будет превышать предложение (разумеется, если это произойдет). Иными словами, национальные валюты постепенно падали бы по сравнению с международной валютой.

Организованное новое агентство по международным займам могло бы использовать нефть в качестве своей единицы учета.

Поскольку его займы были бы защищены от инфляции, по ним могла бы устанавливаться низкая процентная ставка, например 3%. Разница между полученным доходом по процентным ставкам (3%) и доходом, выплачиваемым по заблокированным счетам (1%), могла бы использоваться для разблокирования счетов. По мере уменьшения объемов заблокированных счетов агентство по займам должно наращивать собственный капитал.

Агентство по займам могло бы получить полномочия, которые обычно предоставляются центральному банку. Оно могло бы регулировать всемирную денежную массу с помощью выпуска своих краткосрочных и долгосрочных обязательств и ирпать важную роль в регулировании объемов национальных валют в соответствии со своей учетной единицей. Оно могло бы осуществлять различные функции надзора, которые сейчас выполняют центральные банки. Его учетная единица могла бы стать международной валютой.

Коммерческие займы могли бы также исчисляться в международной валюте. В итоге основанная на нефти валюта могла бы заменить доллар и иные национальные валюты во всех видах международных финансовых операций. Переход должен быть тщательно оркестрован; должно быть создано его институциональное обрамление. Здесь не место представлять всеобъемлющую схему, а я не тот человек, который мог бы это сделать. Очевидно, что валюта, основанная на нефти, могла бы свести к нулю спекулятивное влияние международного перемещения капитала.

Критически важным является вопрос о том, будет ли введение подобного рода валюты приемлемым для всех сторон. США в особенности потеряют весьма многое, если доллар перестанет быть основной международной валютой. Прежде всего, страна, владеющая резервной международной валютой, находитесь в преимущественной позиции по отношению ко всем остальным странам в сфере предоставления финансовых услуг. Еще более важным является то, что США в настоящее время — единственная страна, которая может получать займы неограниченного объема в своей собственной валюте. Если доллар будет замещен международной валютой, США могут продолжить привлечение займов, но будут обязаны полностью их выплачивать. В настоящее время США имеют возможность влиять на ценность своих собственных задолженностей и можно практически с полной уверенностью утверждать, что стоимость задолженностей США будет на момент выплаты меньше, чем в тот период времени, когда они были сделаны.

Готовность остальных стран финансировать бюджетный дефицит США имеет свои пределы, и мы можем вскоре к ним прилизиться. Что касается японцев, то они, по-видимому, согласны финансировать Соединенные Штаты, даже понимая, что предоставленные ими средства никогда не будут им в полном объеме возвращены, поскольку таким образом Япония может стать державой "номер один" в мире. Япония уже заняла роль США в качестве основного поставщика капитала всем остальным странам, и превращение иены в основную резервную валюту является сейчас лишь вопросом времени. Переход этот, вероятно, будет сопровождаться смутой и перемещением ресурсов, как это было при переходе от фунта стерлингов к доллару в период между двумя войнами.

Введение международной валюты позволило бы избежать смуты. Более того, это позволило бы остановить происходивший в настоящее время упадок экономики США. Мы более не можем увеличивать свой внешний долг на льготных условиях; следовательно, нам придется навести порядок в собственном доме. Вопрос заключается в том, предвидит ли это наше правительство и есть ли у нашего народа решимость подчиниться дисциплине, налагаемой введением международной валюты. Отказ от льготных кредитов имеет смысл только в том случае, если мы согласны снизить объем наших займов. Это значит, что мы должны сократить свой торговый и бюджетный дефицит. Именно здесь переломляются вопросы системной реформы и экономической политики.

Что касается торговли, возможны два пути развития. Один из них включает введение протекционистских мер против импорта, а второй — увеличение экспорта. Протекционизм — это путь к катастрофе. Он вызвал бы глобальные неплатежи стран, имеющих значительные задолженности, и привел бы к разрушению международной финансовой системы. Даже при отсутствии финансовой катастрофы уничтожение преимуществ, связанных с возможностью делать сравнения, привело бы к значительному снижению жизненных стандартов во всем мире. С другой стороны, трудно представить себе, как можно добиться значительного роста объемов экспорта без системной реформы. Реформа задолженностей увеличилась бы покупательную способность стран-должников, а монетарная реформа предоставила бы элемент стабильности, который необходим для успешного процесса приспособления в США.

Можно утверждать, что избыточная финансовая нестабильность наносит огромный ущерб всей тонкой структуре американской

экономики. Реальные активы не могут приспособливаться к макроэкономическим изменениям так же быстро, как финансовые, следовательно, существует весьма сильное побуждение к переводу реальных активов в финансовую форму. Этот перевод сам по себе является одним из основных факторов, ослабляющих "реальную" экономику. Анализируя, каким образом используются финансовые активы, мы получаем реальную меру имевших место разрушений. Значительный объем активов связан федеральным бюджетным дефицитом и займами странам с большими задолженностями, а также средствами, привлеченными для выкупов с привлечением заемных средств. Создание "реального" капитала фактически идет на спад. Это не представляло бы такой опасности, если бы мы могли рассчитывать на стабильный приток дохода из-за рубежа. Но наш торговый дефицит финансируется частично благодаря обслуживанию менее развитыми странами своих задолженностей, что является ненадежным источником, если не считать большого, а частично — благодаря притоку капитала, по обслуживанию которого нам, в свою очередь, приходится нести расходы. Не будет преувеличением сказать, что "реальная" экономика принесена в жертву тому, чтобы "финансовая" экономика могла оставаться на плаву.

Для сокращения нашей зависимости от притока капитала нам необходимо сосредоточиться на бюджетном дефиците. Наиболее привлекательной перспективой, по-моему, представляется соглашение с Советским Союзом о разоружении на благоприятных условиях. В этом случае период больших оборонных расходов, имевших место при президенте Рейгане, мог бы считаться огромной ирровой ставкой, которая принесла выигрыш: Имперский Крул был бы замещен более стабильной конструкцией, в которой наш торговый баланс и бюджетный дефицит были бы более сбалансированы.

Японцы, безусловно, могут продолжать производить больше, чем они потребляют. Ничто не сможет удержать Японию от преращения в ведущую экономическую державу мира, пока она того сама сберегает и экспортирует капитал. Но подъем в Японии не обязательно должен сопровождаться спадом в США; с помощью международной валюты эти две экономические державы могли бы сосуществовать.

19. Парадокс системной реформы

Я дал здесь набросок не только жизнеспособной международной финансовой системы, но и жизнеспособной экономической политики в США. Это не более чем фрагменты общей картины, но разработку можно расширить и рассмотреть те аспекты, которые я здесь не затронул.

Возникают две фундаментальные проблемы: одна носит абстрактный характер, а вторая — личный. Абстрактная проблема связана с любыми попытками системной реформы. Учитывая неотъемлемое содержание нам несовершенство понимания, спросим себя, не содержится ли в системной реформе парадокс? Каким образом можем мы надеяться спроектировать внутренне непротиворечивую систему? Личная проблема касается моего отношения к бюрократии; международный центральный банк сделал бы бюрократию неизбежной.

Я полагаю, что парадокс системной реформы является ложным, но его необходимо продумать. Он имел бы некоторые основания быть действительным только, если бы мы требовали вечных и совершенных решений. Но из несовершенства нашего понимания вытекает, что вечные и совершенные решения находятся за пределами наших возможностей. Жизнь сама по себе временна. Вечна только смерть. Чрезвычайно многое зависит от того, как мы проживем свою жизнь; временные решения намного лучше отсутствия решений вообще.

Существует огромное искушение требовать вечных решений. Чтобы понять, чем оно вызвано, нам необходимо рассмотреть вопрос о смысле жизни и смерти. Страх смерти является одной из наиболее глубоких человеческих эмоций. Мы находим идею смерти абсолютно неприемлемой и мы готовы схватиться за любую соломинку, чтобы ее избежать. Стремление к вечности и совершенству является одним из способов, с помощью которых мы стремимся избежать смерти. Оказывается, что это обман. Вместо того, чтобы уйти от идеи смерти, мы поддаемся ее соблазну: вечность и совершенство — это смерть.

Я долго и напряженно размышлял о смысле жизни и смерти и пришел к заключению, которое меня лично удовлетворяет. Я кратко изложу его здесь, хотя сознаю, что другие могут и не увидеть в нем того смысла, какой видится мне. Ключевым является различие между фактом смерти и идеей смерти. Факт смерти связан с фактом жизни, в то время как идея смерти основана на противопоставлении ее идее сознания. Сознание и смерть непримиримы; но жизнь и смерть — нет. Иными словами, факт смерти не обязательно должен быть столь ужасающим, как сама идея.

Идея смерти является всеобъемлющей: с позиций смерти жизнь и все с ней связанное теряет всякое значение. Но идея смерти является только идеей, а соответствие между фактами и идеями далеко от совершенства. Было бы ошибочным уравнивать идею и факт. Что касается фактов, то сегодня четкий факт состоит в том, что мы живы. Смерть как факт значит вдали, но когда мы придем к ней, она не обязательно должна оказаться такой же, как та идея, которую мы имеем о ней сегодня. Иными словами, страх смерти, скорее всего, не подтвердится самым событием.

Размышляя о жизни и смерти, мы сталкиваемся с выбором: в качестве отправного пункта мы можем выбрать или жизнь, или смерть. Эти две альтернативы не являются взаимоисключающими; необходимо иметь дело с обеими — как с фактом и как с идеей. Но точка зрения, которую мы принимаем, как правило, склоняется в пользу первого или второго. Выработанное нами предпочтение проникает во все аспекты нашего мышления и существования. Существоют цивилизации, как, например, египетская, которые, видимо, были привержены культуре смерти; существуют и иные, как, например, греческая, где, кажется, даже бесмертные ведут нормальную жизнь. В большинстве случаев обе эти точки зрения находятся в противоборстве, а их взаимная игра создает историю. Примером может послужить конфликт между духовным и преходящим в христианстве. Драма сейчас повторяется в Советском Союзе, где требования коммунистической идеологии трудно примирить с необходимостью поддерживать военную мощь и экономическую эффективность.

Столкновение предпочтений может проявляться многими более тонкими путями. Так, мы можем по-разному относиться к экономическому регулированию. Одна позиция заключается в том, что регулирование является бесполезным, поскольку оно вносит искажения, которые, будучи предоставлены самим себе, в итоге ведут к развалу системы. Эта точка зрения значительно усиливается утверждением о том, что рыночный механизм, предоставлен-

ный самому себе, стремится к равновесию. Противоположная точка зрения заключается в том, что совершенство недостижимо ни с помощью рынка, ни с помощью регулирования. Рынки слишком нестабильны, регулирование страдает излишней жесткостью. Рынки необходимо регулировать, но процесс регулирования также не может быть предоставлен самому себе: его необходимо постоянно пересматривать. Тот факт, что ни одна система не совершенна, не является весомым аргументом против попыток совершенствовать систему. Возьмем, например, Бреттонвудское соглашение: тот факт, что в конечном итоге оно потерпело крах, не меняет того факта, что оно явилось основой для процветания в течение четверти века.

Что касается выбора между двумя жизненными позициями, я четко делаю свой в пользу жизни и временного, несовершенного порядка, который мы можем создать в ее пределах. Несмотря на то, что я выступаю за всеобъемлющую реформу финансовой системы, у меня нет иллюзий относительно того, что новая система могла бы иметь меньше изъянов или быть более постоянной, чем существующие. Напротив: я рассматриваю поиск вечности и совершенства как иллюзию. Хорошо функционирующая система таит в себе заодно: она ублаживает нас до состояния безмятежной самоуспокоенности. Именно это и произошло с Бреттонвудской системой, и это же случится со следующей системой, если мы слишком хорошо ее спроектируем.

Это приводит меня к личной проблеме при подходе к системной реформе. Системы управляют бюрократиями, а я чувствую инстинктивное отвращение к бюрократической ментальности. Выступая за более регулируемое международную финансовую систему, я, кажется, стремлюсь к тому, к чему испытываю отвращение.

Эта проблема весьма реальна. Отличительной чертой любой бюрократии является ее борьба за самоувековечивание. Любая система сталкивается с опасностью окостенения в руках управляющей ею бюрократии. Это верно по отношению и к христианству, и к коммунизму. Трудно избежать мертвой хватки бюрократии. Мао Цзэдун пытался сделать это, подстрекая культурную революцию, но последствия были ужасающими.

Но эта проблема не является неразрешимой. Если бюрократы отвечают за рынок, то действия рынка не дают им предаваться покою. Опыт показывает, что центральные банки стоят в ряду наиболее гибких, новаторских и эффективных институтов. Причина этого заключается в том, что рынок предоставляет критерий, с помощью которого могут быть измерены результаты их деятельности. Они могут попасть под влияние ложной идеологии

так же, как и всякий другой, но когда политика не срабатывает, им приходится это учитывать. Например, Федеральный Резерв занял в 1979 г. монетаристскую позицию, но отказался от нее в августе 1982 г. Аналогичным образом, Международный валютный фонд использовал ряд весьма жестких предписаний по отношению к странам, имеющим значительные задолженности, но с течением времени ему пришлось постепенно отказываться от формулы, которая не работала. Центральные банки часто подвергаются критике за неверно выбранную политику; но сам факт того, что ошибки можно продемонстрировать, является весьма дисциплинирующим. Более того, центральные банки использовали удивительно новаторский подход к разрешению кризисов. Банк Англии изобрел "спасательную лодку" в 1974 г., а Федеральный Резерв применил ее во всемирном масштабе в период долгового кризиса 1982 г. Волкер, в частности, оказался человеком, который в результате кризисов становится лишь сильнее; но сам факт того, что такой человек, как Волкер, может управлять центральным банком, нельзя считать случайным**.

Итак, создание международного центрального банка не предвещает вечного решения. Более того, сама идея о том, что это решение может быть вечным, несет в себе семена будущего кризиса.

* Англ. life boat; метод использовался в кампаниях "спасения" банков 1973—1974 гг. под эгидой Банка Англии. — *Прим. ред.*

** В сравнении с иными бюрократическими институтами центральные банки являются меньшим злом. — *Прим. авт.*

20. Крах 1987 года

Крах фондового рынка в 1987 г. является событием исторического значения. Для сравнения можно взглянуть на крахи 1929, 1907 и 1893 годов. Во многих отношениях наиболее актуальным является 1929 г., и это также и наиболее широко известный крах; но в этом сравнении нам следует быть осторожными, чтобы не смешивать сам крах с его последствиями.

При крахе 1929 г. котировки Нью-Йоркского фондового рынка упали приблизительно на 36%; этот показатель почти идентичен падению, которое произошло в 1987 г. Впоследствии акции поднялись почти на половину объема падения, а затем за период долго тянувшегося "медвежьего" рынка, между 1930 и 1932 гг., они опустились еще на 80%. Именно этот "медвежий" рынок, ассоциируемый с Великой Депрессией, преследует общественное воображение. Именно потому, что память об этом кризисе столь свежа, мы можем быть уверены в том, что истории не повторится. Непосредственная реакция государства на крах также подтверждает это заключение. После 1929 г. финансовые органы сделали чрезвычайно важную ошибку, не предоставив ликвидных средств в значительных объемах; во время сегоднешнего кризиса они собираются сделать другую ошибку. Основываясь на их первоначальной реакции, следует опасаться, что в своих усилиях избежать депрессии они нарушат стабильность доллара, по крайней мере, в год выборов.

С технической точки зрения крах 1987 г. очевидным образом напоминает крах 1929 г. Между формой и степенью спада и даже между ежедневными движениями кривых, отражающих котировки акций, существует чрезвычайно близкое сходство. Основное отличие заключается в том, что в 1929 г. через несколько дней после первой кульминации продаж последовала вторая, которая привела рынок к еще более низкому уровню котировок. В 1987 г. удалось избежать второй кульминации, и даже если рынок в будущем достигнет новых нижних уровней котировок, обшая картина будет иной. Различия являются свидетельством решимости властей не повторять ошибки 1929 г. На ранних стадиях кра-

ха президент Рейган в своих высказываниях сильно напоминал президента Говера, но во время пресс-конференции в четверг, 22 октября, его поведение было весьма тщательно отрежиссировано с тем, чтобы избежать этого сходства.

Крах 1987 г. произошел так же неожиданно, как и крах 1929 г. Существовало общее убеждение в том, что всемирный подъем был необоснованным и нестабильным, но лишь некоторым удалось правильно рассчитать время. Я попался так же, как и большинство остальных. Я был убежден, что кризис начнется с Японии; эта ошибка оказалась слишком дорогостоящей.

Отбываясь назад, можно легко восстановить последовательность событий, которые привели к краху. Бум подпитывался ликвидными средствами; именно сокращение объемов ликвидных средств создало предпосылки для краха. В этой перспективе 1987 г. также напоминает 1929 г.: следует напомнить, что краху 1929 г. также предшествовал подъем краткосрочных процентных ставок.

Более трудным является вопрос о том, каким именно образом в 1987 г. произошло сокращение ликвидных средств. На этот вопрос невозможно дать окончательный ответ, не предприняв значительных исследований. Одно лишь ясно: соглашение о защите доллара сыграло критически важную роль. В первые несколько месяцев, последовавших за заключением Луврского соглашения* в феврале 1987 г., защита доллара производилась с помощью стерилизованных интервенций; то есть не было позволено затратить внутренние процентные ставки. Когда центральные банки обнаружили, что им приходится покупать больше долларов, чем им хотелось бы, они изменили свою тактику. После визита Накасона в Вашингтон 29 апреля — 2 мая 1987 г. они позволили разнице в процентных ставках расширяться до уровня, при котором частный сектор проявил готовность держать доллары; фактически они "приватизировали" интервенцию.

Но вот не столь уж ясно, какая именно интервенция — стерилизованная или нестерилизованная — привела к сокращению объемов ликвидных средств. Стерилизованная интервенция привела к переводу значительных объемов долларов в сундуки центральных банков, а Федеральный Резерв, вероятно, не смог произвести вливания эквивалентных объемов средств во внутренний финансовый рынок. В этом случае эффект проявился бы с лагом в не-

* Соглашение между странами Группы Пяти и Канадой о продолжении координации валютных интервенций для достижения валютной стабильности. — *Прим. ред.*

сколько месяцев. Как альтернатива, возможно, что у финансовых органов в Японии и Германии холодели ступни при мысли об инфляционных последствиях нестерилизованной интервенции и именно их попытка господствовать над денежной массой внутри своих стран привела ко всемирному росту процентных ставок.

Я склоняюсь к последнему объяснению, хотя я не могу исключить возможность того, что первый фактор также внес свой вклад. Хорошо известно, что Германия придерживается сильного антиинфляционного предпочтения. Японцы более прагматичны, и после возвращения Накасона в Токио они фактически допустили падение своих процентных ставок, но когда они обнаружили, что политика легких денег привела лишь к усилению уже нездоровой к тому времени спекуляции финансовыми активами, включая землю, они пожалели об этом. Они попытались замедлить внутренний рост денежной массы и объемов банковских ссуд в Японии, но спекуляции к тому времени уже вышли из-под контроля. Даже после того, как Банк Японии начал контролировать рост денежной массы, котировки рынка облигаций продолжали расти и доход по выпуску лидирующего купона #89* упал лишь на 2,6% в мае, прежде чем произошел крах на рынке облигаций в сентябре 1987 г.

Коллапс на рынке облигаций в Японии был первым в цепочке событий, которые войдут в анналы истории как Крах 1987 г. Существовали значительные спекулятивные ставки на повышение сентябрьских фьючерсов по облигациям, которые не могли быть ликвидированы. Хеджирование привело к коллапсу декабрьских фьючерсов, и доход по выпуску купона #89 вырос до более чем 6%, прежде чем был достигнут итоговый результат. Я полагаю, что кризис будет перенесен и на фондовый рынок, котировки которого были даже более переоценены, чем котировки рынка облигаций. Но я ошибаюсь. Спекулятивные деньги действительно переместились от облигаций к акциям, тщетно пытаясь компенсировать убытки. В результате японский фондовый рынок достиг нескольких более высоких показателей в октябре.

Последствия для всего остального мира были более печальными. Рынок государственных облигаций в нашей стране зависел от японских покупок. Когда же японцы превратились в продавцов, даже в относительно небольших пропорциях, наш рынок облига-

* *Angli. bellwether coupon* — купон—барометр рынка; *bellwether stocks* — акции ведущих компаний, которые определяют движение биржевой конъюнктуры. — *Прим. ред.*

ний испытывал приступ паники, который был гораздо более глубоким, чем это оправдывается фундаментальными экономическими условиями. Нет сомнений в том, что наша экономика была несколько более сильной, чем ожидалось, но сила эта заключалась скорее, в промышленном производстве, чем в итоговом спросе. Цены на товарно-сырьевых рынках росли, стимулируя накопление товарных запасов и вызывая призраки инфляции. Страх перед инфляцией был скорее результатом анализа падения облигаций, чем его первопричиной; тем не менее он усилил тенденцию к спаду на рынке облигаций.

Слабость облигаций расширила несоответствие между котировками акций и облигаций, которое развивалось с конца 1986 г. Такое несоответствие могло существовать неопределенно долго, как это было, например, в 1960-х гг., но по мере своего расширения оно создает в итоге предпосылки для обратного поворота событий. Момент времени, когда поворот действительно происходит, определяется стечением иных обстоятельств. В данном случае основную роль сыграли политические соображения. Образ президента Рейгана поблек, в то время как выборы приближались. Решающим фактором стало возобновившееся давление на доллар; внутренняя нестабильность фондового рынка превратила падение в полный разгром.

Первая трещина появилась, когда широко известный, имевший огромное число последователей гуру Роберт Ричер поддал "медвежий" сигнал к снижению котировок перед началом торгов 6 октября, и рынок отреагировал падением примерно на 90 пунктов. Это было знаком внутренней слабости, но аналогичные случаи уже имели место в 1986 г. без катастрофических последствий. Ситуация ухудшилась, когда доллар также начал падать. Во вторник, 13 октября, Алан Гринспен, глава Федерального Резерва, объявил, что торговый баланс демонстрирует признаки "глубокого структурного улучшения". Данные, опубликованные в среду, 14 октября, были более разочаровывающими. Доллар подал под сильное давление со стороны продаж. Принцип нестерилизованных интервенций потребовал бы роста процентных ставок, который должен был бы только увеличиться вследствие их роста, имевшего место в Японии и Германии. Власти в США не желали предпринимать столь жесткие меры, и к четверту по мере того, как спад на фондовом рынке продолжался, поступило сообщение о том, что секретарь Казначейства Джеймс Бейкер оказывает давление на Германию с целью снижения процентных ставок, заявляя о том, что в противном случае будет допущено падение долла-

ра. Спад на фондовом рынке продолжал ускоряться, в то время как появлялись сообщения о том, что Комитет по путям и способам изыскания денежных средств* палаты представителей планировал ограничить налоговые льготы, связанные с бросовыми облигациями, выпущенными для выкупов под залог. Несмотря на то, что к пятнице от этой статьи дохода отказались, акциями, которые подыгнали в ожидании "корпоративного события", упали в достаточной степени для того, чтобы привести к ликвидации ставок, поддерживаемых по гарантийным взносам профессиональными арбитражными торговыми.

Затем появилась сенсационная передовая статья в воскресном номере *Нью-Йорк Таймс*, в которой сообщалось, что официальные лица из Казначейства открыто выступили за снижение курса доллара и заранее обвинили Германию в создании предпосылок для спада на фондовом рынке, которое произошло не без помощи этих замечаний. Некоторое давление со стороны продаж в понедельник, 19 октября, было неизбежным вследствие востроенной нестабильности, но статья в *Нью-Йорк Таймс* имела драматический эффект, усугубив ту нестабильность, которой позволено было накапливаться ранее. В результате возник наибольший спад, когда-либо происходивший в пределах одного дня: среднее Доу-Джонса упало на 508 пунктов, или на 22% своей величины.

Страхование портфелей вложений, подписка на опционы и иные способы слежения за основными трендами, в принципе, позволяют отдельному участнику ограничить свой риск за счет увеличения нестабильности системы. На практике же крах системы не позволяет отдельным участникам ускользнуть без шрамов. Рынок стал беспорядочным, началась паника, а форсированная ликвидация залогового обеспечения еще более сократила рыночные котировки.

Коллапс в Нью-Йорке имел резонанс за рубежом, а коллапсы на остальных рынках, в свою очередь, влияли на биржу в Нью-Йорке. Лондон оказался более уязвимым, чем Нью-Йорк, а негативное воздействие на обычно стабильный швейцарский рынок оказалось еще более сильным. Наихудшим было положение в Гонконге, где группе биржевых торговцев фьючерсного рынка удалось остановить торги на бирже на оставшуюся часть недели в тишине надежде на возможную ликвидацию фьючерсных контрактов по искусственной цене. Их стовор провалился, биржевые торговцы были сурово наказаны, а спасти фьючерсный рынок

* Англ. House Ways and Means Committee. — *Прим. ред.*

пришлось с помощью государственной интервенции. В течение недели, когда операции на рынке в Гонконге были приостановлены, продажи из Гонконга распространились на остальные рынки Австралии и Азии, а также и на Лондон. Давление со стороны продаж сохранялось почти две недели после Черного Понедельника. В то время как остальные фондовые рынки продолжали демонстрировать новые, все более низкие показатели, Нью-Йоркский рынок не перешел нижней границы, установленной во время первой кульминации продаж.

Единственным фондовым рынком, избежавшим коллапса, был японский. После Черного Понедельника там имела место однопневная паника, когда цены упали до предела, а многие сделки и не состоялись (в Японии ежедневные колебания цен ограничиваются правилами). На следующее утро в Лондоне японские акции продавались с большими скидками; но к тому времени, когда на следующий день японский рынок вновь открылся, из министерства финансов было сделано несколько телефонных звонков, и указания о продажах чудесным образом исчезли, а крупные организации стали энергично делать покупки. В результате рынок компенсировал значительную часть потерь предыдущего дня. Котировки после паники продолжали постепенно снижаться, и к моменту выпуска акций титанской компании *Nippon телефон энд телеграф*, которая намеревалась привлечь таким образом около 37 млрд. долл. граждан, казалось, что на рынке может произойти кризис. Но власти вновь вмешались, на этот раз позволив четырем крупным брокерам вести торги на своих собственных счетах — фактически дав им право манипулировать рынком.

Две уникальные отличительные особенности краха 1987 г., таким образом, заключаются в отсутствии второй кульминации продаж в Нью-Йорке и в относительной стабильности в Токио. Эти две отличительные черты заслуживают дальнейшего исследования, поскольку они могут пролить некоторый свет на последствие краха.

Историческое значение краха 1929 г. заключается в том, что он вызвал наступление Великой Депрессии. Он произошёл в тот период, когда экономическое и финансовое могущество переходило от Европы к США. Этот переход могущества вызвал значительную нестабильность в обменных курсах, и в итоге доллар заменил фунт стерлингов в качестве международной резервной валюты; но крах 1929 г. сам по себе не сыграл четко определенной роли в этом процессе.

Историческое значение краха 1987 г., напротив, заключается в том, что он знаменует собой переход экономического и финансового могущества от США к Японии. В течение некоторого предшествующего периода времени Япония производила больше, чем потребляла, а США потребляли больше, чем производили. Япония накапливала активы за рубежом, в то время как США набирали долги. Процесс этот получил новый сильный импульс, когда президент Рейган при вступлении в должность выдвинул программу сокращения налогов и увеличения военных расходов (в этом контексте вооружение является также формой потребления), и с тех пор она продолжала набирать силу. Обе стороны отказывались это признавать: президент Рейган хотел, чтобы американцам нравилось быть американцами, и поддерживал иллюзию военного превосходства за счет того, что наше положение ведущей экономической державы становилось все более иллюзорным; в то же время Япония стремилась как можно дольше продолжать свой рост в тени Соединенных Штатов.

Крах 1987 г. раскрыл силу Японии и сделал переход экономического и финансового могущества вполне очевидным. Именно коллапс на японском рынке облигаций оказал депрессивное влияние на наш собственный рынок облигаций и предопределил крах нашего фондового рынка. Тем не менее Япония смогла предупредить крах своего собственного фондового рынка. И уж как верно, наши власти смогли предотвратить вторую кульминацию продаж, лишь бросив доллар на произвол судьбы. В этом и заключается значение двух отличительных особенностей краха, на которые я обращаю особое внимание. Япония в результате выступила в качестве мирового банкира — принимая депозиты от всех остальных стран и предоставляя займы и инвестиции всем остальным странам. Доллар более не может служить в качестве международной резервной валюты. Вопрос о том, может ли новая международная валютная система быть введена без Великой Депрессии, остается открытым.

Прогнозировать события куда труднее, чем объяснять. Как можно предвосхитить решения, которые еще не были приняты? Тем не менее можно оценить последствия уже принятых решений.

Крах 1987 г. поставил наше правительство перед вопросом: что мы должны считать более важным — предотвращение депрессии или сохранение ценности доллара? Ответ был недвусмысленным. К середине второй недели после Черного Понедельника доллару дали сняться с якоря, а к концу недели государственный казначей Джеймс Бейкер объявил об этом официально. Доллар послушно

пошел вниз, и второй купельмания пролаж на фондовом рынке не произошло. Ошибки 1929 г. удалось избежать, но лишь подставив себя под угрозу совершить ошибку иного рода. Решение отпустить доллар на свободу вызывает болезненные воспоминания о подобных девальвациях доллара в 1930-х гг. Временное облегчение может оказаться купленным за счет большего ущерба в будущем.

Велика вероятность того, что серьезной депрессии в США удастся избежать, хотя бы в ближайшем будущем. Потребительские расходы уже падали и до краха, а крах, скорее всего, делает потребителей еще более осторожными. Но понижение курса доллара благоприятно сказалось на промышленном производстве, и показатель занятости в промышленности был высоким. Сохранение бюджетного дефицита является слишком незначительным и иллюзорным для того, чтобы иметь весомый эффект. Если американские корпорации сократят свои капитальные расходы, вероятно, что иностранные компании, расширяющие свою деятельность в США, постараются заполнить пробел. Следовательно, маловероятно, что спад объемов потребления превратится во что-либо более серьезное, чем просто отсутствие роста в первом квартале или первой половине 1988 г. Германия и Япония, скорее всего, будут стимулировать свою собственную экономику. Итоговым результатом будет продолжение медленного роста, который преобладал в мировой экономике с 1983 г. Может показаться удивительным, сколь мало будет прямое воздействие фондового рынка на реальную экономику.

Проблемы с этим сценарием состоят в том, что он оставляет неустраненными все диспропорции, которые привели к краху 1987 г. Ни бюджетный, ни торговый дефицит США, скорее всего, не исчезнут. Последствия краха могут принести некоторую отсрочку, но, скорее всего, доллар в итоге вновь попадет под давление, либо потому, что наша экономика будет сильной, а торговый дефицит продолжает существовать, либо потому что она будет слабой, а для ее стимуляции требуются более низкие процентные ставки.

Великобритания находилась в аналогичной позиции до открытия месторождений нефти в Северном море. Результатом стали "стагфляция" и последовательность мероприятий типа "стой — пошел". То же самое ожидает нас сейчас. Основное отличие в том, что США являются крупнейшей экономической державой мира, и их валюта все еще служит международным средством обмена. Пока доллар остается нестабильным, международные фи-

нансовые рынки будут подвержены непредвиденным ситуациям. Следует напомнить, что в то время как предпосылки для краха были созданы Луврским соглашением, спровоцировало его именно падение курса доллара.

Если доллар продолжит свое падение, владельцам ликвидных активов придется искать убежища для своих средств где-то еще. По мере того как это движение будет набирать силу, его не сможет остановить даже повышение процентных ставок, поскольку скорость падения доллара перевесит разницу в процентных ставках в свою пользу. В итоге повышение процентных ставок вызовет более серьезную депрессию, чем та, которую администрация стремится избежать.

Это уже случалось ранее. В последние два года работы администрации Картера спекулятивный капитал продолжал перемещаться в Германию и Швейцарию, даже если приходилось платить премию за то, чтобы он был там принят. Призрак свободного падения доллара сегодня является более реальным, чем когда-либо после того, как в 1979 г. президенту Картеру пришлось продавать облигации, номинальная стоимость которых была выражена в твердых валютах.

В течение всего периода времени, прошедшего после краха, фондовые рынки всего мира ослабевали, если ослабевал доллар, и наоборот. Это очевидно: любой дальнейший спад доллара был бы контрпродуктивным. Администрация, кажется, понимает это: все разговоры о понижении курса доллара кончились, и сейчас, когда был достигнут смешанный бюджетный компромисс, идет подготовка к восстановлению Луврского соглашения. Многие зависят от того, насколько успешной она окажется. К сожалению, администрация мало что может предложить: сокращение бюджета сенатор Паквуд оценил как "ничтожную малость". Более того, крах 1987 г. окончательно продемонстрировал, что администрация более озабочена предотвращением депрессии, чем стабилизацией доллара. Бремя поддержки доллара ляжет преимущественно на плечи наших торговых партнеров.

Лучший способ, которым японцы могли бы защитить свои экспортные рынки, состоит в том, чтобы перевести производство в долларовую зону; этот процесс начался еще до краха. Многие японские компании, следуя за производителями автомобилей, открывают производственные филиалы в США и Мексике. Процесс этот будет ускорен крахом и падением доллара, причем оба эти фактора сделают американские активы более дешевыми, а поставки из-за рубежа на американские рынки менее прибыль-

ными. Итовым решением проблемы торгового дефицита будет замена импорта — японскими производителями. Это переключается с решением европейской проблемы "долларового разрыва", возникшей после второй мировой войны, которая казалась неразрешимой. В этот период многие американские корпорации стали "мультинациональными" и США укрепили свое гегемония над мировой экономикой. Аналогичным образом рождение японских мультинациональных корпораций совпадает с превращением Японии в мирового банкира и экономического лидера.

Крупномасштабные японские инвестиции уже значительно усилили позиции Японии в США. Почти каждый штат уже открыт в Японии представительство по развитию торговли. Маловероятно, что их усилия будут иметь значительные перспективы, если контрессмены, представляющие эти штаты, будут слишком активно озвучивать протекционистские меры. Независимая на все познати, протекционизм больше не может быть жизнеспособной политической альтернативой. И в пределах нескольких лет, когда японцы построят свои заводы, они могут превратиться в самых ярых протекционистов — чтобы отградить себя от конкурентов из Кореи и с Тайваня.

В истории было много случаев, когда экономическое, финансовое, а в итоге политическое и военное лидерство переходило от одной страны к другой. Последним был период между двумя войнами, когда США заменили собой Великобританию. Тем не менее перспектива того, что Япония будет выступать в качестве ведущей финансовой державы мира, является чрезвычайно беспокойшей, и не только с точки зрения Соединенных Штатов, но также и с позиции всей западной цивилизации.

Возникающий от этого ущерб, с более узкой, американской, точки зрения, слишком очевиден, чтобы описывать его здесь более подробно. Потеря нашей преимущественной позиции, скорее всего, создаст кризис в нашем чувстве национальной принадлежности. Потратив в недавнем прошлом огромные средства в своем стремлении к военному превосходству, хотя все эти средства и были заняты за рубежом, мы не готовы к тому, чтобы смириться с фактом потери нашего экономического лидерства. Наше чувство национальной принадлежности менее твердо основано на традиции, чем в Великобритании, поэтому у нас кризис, вероятно, будет ощущен более глубоко. Последствия для нашего политического поведения, как внутреннего, так и внешнего, невозможно оценить.

Последствия для нашей цивилизации будут в равной степени глубокими, но они менее очевидны. Международная торговая система является открытой системой; ее члены — суверенные государства, которые должны общаться друг с другом на основе равенства. Если Япония станет лидером, это положение не должно измениться. С другой стороны, можно ожидать, что Япония будет действовать более осторожно, чем Соединенные Штаты.

Проблема является более тонкой. США и Великобритания принадлежат к одной и той же культуре; в отношении Японии это не так. Японцы продемонстрировали огромные способности к обучению и росту, но общество, в котором они живут, остается фундаментально отличным от нашего. Японцы мыслят в терминах субординации и доминирования. Сопоставьте эту установку с идеей о том, что все люди созданы равными, и различия между двумя культурами попадут в фокус.

США и Великобритания являются открытыми обществами: с внутренней точки зрения люди пользуются значительной свободой; с внешней — границы в той или иной степени открыты для движения товаров, людей, капитала и идей. Япония все еще остается в значительной степени закрытым обществом. Основные признаки открытого общества, такие, как демократическая форма правления, были введены в Японии оккупировавшей ее державой после проигранной войны. Но система ценностей, которая пронизывает все японское общество, является закрытой: интересы личности подчинены интересам общества в целом.

Это подчинение достигается не за счет принуждения; Япония нисколько не похожа на тоталитарное государство. Это просто страна с чрезвычайно сильным сознанием национального долга и социальной сплоченностью. Японцы хотят быть частью группы, которая стремится стать первой, вне зависимости от того, является ли эта группа их компанией или их страной; они готовы приносить значительные жертвы на пути к этой цели. Их нельзя обвинять за приверженность подобным ценностям; было бы более уместным критиковать американцев за их нежелание терпеть личные неудобства в интересах общего блага. Япония — это нация, находящаяся на подъеме; мы вошли в период упадка.

Вопрос заключается в том, допустят ли остальные страны, и, в частности, США, доминирование столь чуждого им общества со столь сильным чувством национальной принадлежности. Этот вопрос беспокоит не только нас, но также и японцев. У них есть весьма впечатлительная школа мышления, которая хотела бы видеть Японию более открытой для того, чтобы она стала более прием-

лемой для остального мира. Но они питают также и сильную приверженность традиционным ценностям и испытывают почти патристический страх, особенно более старшее поколение, что Япония потеряет свой напор прежде, чем станет первой. Япония является обществом, находящимся в переходной стадии, и она может становиться и более открытой по мере вхождения в роль лидера. В Японии существует множество внутренних трений и противоречий, которые стремятся подорвать социальную сплоченность и иерархические ценности. Многие зависят от того, насколько быстро будет идти переход. Если Соединенные Штаты окажутся более жизнеспособными, чем в последнее время, система ценностей открытого общества может стать более привлекательной для японцев.

Закрытый характер японского общества проявляет себя во многих областях. Формально являясь демократией, Япония управляется одной партией с того момента, когда была принята ее послелная конституция; пост премьер-министра передается в ходе переговоров за закрытыми дверями. Несмотря на то, что внутренний рынок формально является открытым, иностранные компании обнаруживают, что вступить на него без внутреннего союзника невозможно. Но различия между закрытым характером японской системы и открытостью западной системы наиболее разительно демонстрируются на финансовых рынках.

Западный мир перешел через край, позволив финансовым рынкам функционировать без какого-либо сдерживания государственными регулированием. Как показал крах 1987 г., это была горестная ошибка. Финансовые рынки внутренне нестабильны; стабильность можно поддерживать только, если она становится целью социальной политики. Нестабильность накапливается. Как я пытался показать в других разделах этой книги, чем больше рынкам позволено функционировать без должного регулирования, тем более нестабильными они становятся, пока в итоге не приходят к краху.

Японское отношение к финансовым рынкам совсем иное. Японцы смотрят на финансовые рынки как на средство для достижения определенной цели и соответственно ими управляют. Власти и институциональные игроки связаны тонкой системой взаимных обязательств.

Недавние события пролили свет на способ функционирования этой системы. Когда после Черного Понедельника впервые были созданы предписания для краха на рынке, телефонного звонка из министерства финансов оказалось достаточно для того, чтобы финансовые институты стали играть на повышение. Во втором

случае в период публичного распространения акций, выпущенных компанией *Ниппон телефон энд телеграф*, финансовые институты оказались менее готовы к реакции. Вероятно, это произошло потому, что министерство финансов использовало свои козыри во время первого телефонного звонка. Ему в этот раз пришлось полагаться на брокеров, их выживание угрожало напрямую. Предоставив им возможность манипулировать рынком, властям удалось избежать катастрофы.

Вопрос о том, можно ли вечно уходить от крахов, является одним из наиболее интригующих в сегоднешней финансовой ситуации. Он все еще ждет своего ответа. На токийском рынке не движимости и фондовом рынке власти позволили вырасти спекулятивному "пузырю", размеры которого имеют лишь несколько параллелей в истории. Для иллюстрации заметим, что акции компании *Ниппон телефон энд телеграф* были проданы в открытой продаже по цене, превышающей доходность в 270 раз, в то время как цена акции компании *Америкэн телефон энд телеграф* имела превышение в 18 раз. Если бы этот рынок был свободным, коллапс давно бы уже наступил. В истории не было примеров, когда "пузырь" подобной величины удавалось бы упорядоченным образом слупить без взрыва. Власти были неспособны предотвратить крах на японском рынке облигаций, но, вероятно, они смогут сделать это на фондовом рынке. Продолжающееся усиление иены работает в их пользу. Если их действия будут успешными, это будет первым в истории случаем, расцветом новой эры, когда уравнение финансовыми рынками осуществляется в интересах общественного блага.

В результате краха японский фондовый рынок еще ближе подошел к закрытой системе. В начале кризиса иностранные владельцы менее чем 5% японских акций, а в период кризиса и после него они сбросили большую часть своих акций. Интересно, что эти продажи были абсорбированы не столько японскими институтами, сколько японскими частными лицами, которых брокеры побуждали привлекать значительные займы. Японские брокеры в период кризиса фактически говорили о покупке акций как о патристическом долге в целях обособления Японии от остального мира. Задолженности по гарантийным взносам составили безусловный рекорд. Сейчас власти столкнулись с тем, как сократить груз этих долгов, не спровоцировав ликвидации гарантийных счетов.

Прежде всего, почему японские власти допустили развитие спекулятивного "пузыря"? Это еще один интригующий вопрос, по поводу которого можно лишь строить догадки. Существовало

внешнее давление: США настаивали на более низких процентных ставках в Японии — но японцы не сдались бы, если бы это их не устраивало.

Прежде всего, инфляция финансовых активов позволила властям потянуть свои обязательства перед коммерческими банками в тот момент, когда реальная экономика испытывала значительные трудности. Без подъема на земельном и фондовом рынках многие займы, предоставленные коммерческими банками промышленным компаниям, не могли бы быть выплачены, и прибыли банков значительно пострадали бы. Спекуляции на земельном и фондовом рынках позволили им расширить свои портфели займов при хорошем, казалось, залоговом обеспечении, а также позволили промышленным компаниям восполнить снижение их прибылей прибылями от "дэйтчей", то есть от финансовых манипуляций. Земельный бум послужил также и иной цели: он помог сохранить на высоком уровне внутреннюю норму сбережений и благоприятный торговый баланс, незырив на рост курса йены. Благодаря росту стоимости жилья, опережающему рост заработной платы, у японцев, живущих на зарплату, появились стимулы к тому, чтобы вкладывать все большую часть своего дохода в сбережения. И в то время, когда внутренняя экономика переживала депрессию, эти сбережения были доступны для инвестиций за рубежом. Это идеальный рецепт накопления богатства и могущества в мире, даже если зарубежные инвестиции теряют в цене. Я подозреваю, что хотя бы часть правящей японской элиты была бы даже довольна, если бы инвесторы понесли некоторые потери: это не позволит японцам стать мягче прежде, чем Япония достигнет величия. Как же еще можно объяснить готовность демократического правительства продавать акции своему электорату по очевидно инфляционным ценам?

Но рост цен на землю и акции скоро привел к неблагоприятным последствиям. Высокая норма сбережений вызвала дополнительное давление из-за рубежа, требовавшее стимуляции внутренней экономики, и правительству в конце концов пришлось сдаваться. Более того, разрыв между теми, кто владел землей, и теми, кто не владел ею, расширился до такой степени, что это поставило под угрозу социальное единство. Как только началось возрождение внутренней экономики, отпала необходимость позволять банкам финансировать спекулятивные операции; напротив, приемлемым стало перенаправлять их ресурсы на реальную экономику. Попытка взять под контроль предоставление банковских ссуд и рост денежной массы и породила цепь событий, которую я описал ранее.

Парадоксально, но японцы должны лучше понимать рефлексивный характер финансовых рынков, чем западный мир, и заслуживает сожаления тот факт, что они используют это в целях обеспечения успеха закрытой системы. Если происходящее нам не нравится, мы должны принять нужные меры для разработки жизнеспособной альтернативы.

Бум на фондовом рынке отвлел наше внимание от фундаментального ухудшения финансового состояния США. В условиях лихорадочной активности на финансовых рынках и жадны быстрого обогащения можно было хотя бы делать вид, будто политика рейгановской администрации работает. Крах 1987 г. явился жестоким пробуждением. Многие прибыли оказались иллюзорными, и лихорадочная активность вскоре сменилась тишиной морга. Перспективы весьма печальны. Так или иначе, мы столкнемся со снижением жизненного уровня. Многие будут зависеть от того, какой путь мы выберем.

Наиболее вероятным является путь, который я набросал выше. До нас этим путем шла Великобритания и, вероятно, он приведет к аналогичным результатам и в отношении Соединенных Штатов. Результат для всемирной экономики будет намного более негативным вследствие большого значения, которое имеет доллар.

Существует также искушение следовать протекционистской политике, но по причинам, которые я указал ранее, эта альтернатива уже не жизнеспособна. Тем не менее этот подход может привести к многочисленным бедам.

Наконец, есть еще одна возможность повторно утвердить свое лидерство, которой мы не сумели воспользоваться. Надо не только навести порядок в нашем собственном доме, но и ввести на практике новую финансовую систему, отвечающую изменившимся обстоятельствам.

Мы не можем обеспечить гладкого функционирования международной экономики без стабильной международной валюты. Финансовые органы начали осознавать этот факт, заключив соглашение в Плазе в октябре 1985 г. и вновь подтвердив его Луврским соглашением в феврале 1987 г. К сожалению, принятые ими меры были неадекватными, и Луврское соглашение распалось в период краха 1987 г. Поскольку решение о стабилизации доллара можно так или иначе считать ответственным за этот крах, весьма маловероятно, что Луврское соглашение удалось бы залатать. Ка-

кого бы соглашения ни удалось достичь, доверие к нему будет во многом уменьшено, поскольку когда дело дошло до краха, предъявленное соглашение было отброшено. Весьма сомнительно, следует ли его датать вообще, ведь именно Луврское соглашение в конечном счете вызвало крах 1987 г.

Попытки поддерживать котировку валюты на необоснованном уровне могут привести страну в состояние затяжной депрессии; именно это и произошло с Великобританией в 1926 г., когда она вернулась к золотому стандарту на довоенном уровне.

Можно утверждать, что обесцененная цена доллара — 1,65 ДМ и 132 иены. Это верно в том смысле, что дальнейшее снижение стоимости доллара не внесло бы значительных улучшений в торговый баланс в ближайшем будущем. Но это также было верно и в тот период, когда доллар был на 10% выше. Причина этого в том, что процесс приспособления требует времени, в то время как снижение стоимости валюты оказывает немедленный негативный эффект (знаменитый эффект J-кривой). Более того, чем более нестабилен обменный курс, тем менее охотно делаются инвестиции, необходимые для его исправления.

Это утверждение доказывает лишь то, что практически не существует реалистичного обменного курса, при котором доллар мог бы продолжать выполнять свою роль в качестве международной резервной валюты: доллар нестабилен при любом курсе. Держатели финансовых активов стремятся к наилучшим условиям хранения своих ценностей, и доллар больше не создает им таких условий. Страна с большим бюджетным дефицитом и с большим торговым дефицитом не может ожидать, что иностранцы смирятся со все возрастающим потоком ее валюты. В то же время международная финансовая система не может бесперебойно функционировать, не имея в качестве своего основания стабильной валюты. Это основной урок, который нам следует усвоить в результате краха 1987 г.

Мы отчаянно нуждаемся в международной валютной системе, не основанной на долларе. В то же время иена еще не готова выступить в качестве международной резервной валюты, частично потому, что японские финансовые рынки недостаточно открыты, а частично потому, что весь остальной мир еще не готов принять гегемонию Японии. Идеальным решением могла бы стать полнотно международная валюта, выпускаемая и контролируемая полнотно международным банком. Международные займы для уравнивания платежных балансов в этом случае производились бы в международной валюте, в то время как ценность

валюты была бы привязана к золоту или к корзине товарно-сырьевой продукции, что обеспечивало бы полную выплату задолженностей. Только когда доллар потеряет свой привилегированный статус, США перестанут навязывать мир долларами. Чем скорее произойдет этот переход, тем выше шансы, что нам удастся остановить экономическое падение США.

К сожалению, мы еще не готовы усвоить основной урок краха. Расхожая мудрость все еще твердит, что рынки являются саморегулирующимися, а обменным курсам должно быть позволено найти свои равновесные уровни. Крах 1987 г., если что и следовало, так только усилил этот образ мыслей. Вследствие этого нам следует ожидать периода продолжительной смуты на финансовых рынках, хотя основное внимание может переместиться с фондового рынка к рынку валют и облигаций, а затем к рынку драгоценных металлов.

Идею международной валюты и международного центрального банка поддерживают лишь немногие. По иронии судьбы, вероятно, что в Японии ее поддержат с большим энтузиазмом, чем в США. В Японии существует множество людей, которые хотят видеть свою страну более открытым обществом. Японцы все еще живо помнят вторую мировую войну, когда они пытались действовать изолированно. В рамках всемирной торговой и финансовой системы им удалось бы достичь значительно большего процветания, чем если бы они возлились за невыполнимую задачу создания своей собственной системы. Будучи новичками, они готовы были бы принять порядок, который не отражает в полной мере их сегоднешнюю силу.

Тем не менее именно США получают наибольшие преимущества в результате реформы международной валютной системы. Это позволило бы нам укрепить наши позиции в мире, которые мы рискуем иначе потерять. Мы все еще можем заключить благоприятную сделку, особенно принимая во внимание нашу военную мощь. Что еще более важно, мы сможем сохранить открытую систему, в которой Япония, будучи одним из лидеров, могла бы постепенно становиться более открытым обществом. Альтернативой является период, напоминающий 1930-е гг.: финансовая смута и политика, цель которой ободрать и сделать нищим соседа, ведущая к всемирной депрессии и, возможно, даже к войне.

Эпилор

Объединяющей темой настоящей книги является концепция рефлексивности. Я сосредоточился на ее последствиях для социальных наук в целом и для финансовых рынков в частности. Я оставил остальные области практически без внимания. Я хотел бы кратко здесь о них упомянуть, хотя я еще не привел в порядок относящиеся к ним мысли. Они должны стать сюжетом новой, будущей книги, но я боюсь, что мне не придется ее написать, особенно если я продолжу свое участие в операциях на финансовых рынках.

Прежде всего, это вопрос о ценностях. Экономическая теория приучила нас принимать ценности как данное, хотя действительность показывает, что они формируются в ходе рефлексивного процесса. Большая часть ценностей может быть сведена сегодня к экономическим терминам — последний нобелевский лауреат получил премию за интерпретацию политики как экономического процесса, участники которого стремятся максимизировать свои собственные преимущества — но это не всегда было так, и даже сегодня во многих странах максимизация прибылей занимает второе место после иных побуждений. Религию и традиции значительно сложнее анализировать с экономической точки зрения, чем политику в материалистичной культуре. Мы столкнулись с огромными сложностями в понимании такого явления, как исламский фундаментализм; на противоположном конце шкалы находится движение, которым мы привыкли восхищаться, — Солидарность, но оно также чуждо нашему образу мыслей.

Преобразование на Западе и в ориентированных на Запад обществах экономических ценностей само по себе является отражением нашего экономического успеха. Ценности изменяются рефлексивным образом: тот факт, что экономическая деятельность принесла позитивные результаты, увеличил значение, которое имеют для нас экономические ценности. То же можно сказать и о научном методе: триумф естественных наук поднял статус научного метода на необоснованную высоту. Различные формы искусства, напротив, сыграли намного более значительную роль в культурах, не слишком далеких от нашей, лишь потому, что было легче добиться позитивных результатов в искусстве, чем в экономической деятельности. Даже сегодня поэзия имеет в Восточной Европе, включая Советский Союз, значение, которое нам на Западе трудно оценить. У меня практически нет сомнений в том, что наша сосредоточенность на материальных ценностях, прибыли и эффективности достигла своей крайней точки.

Рефлексивные процессы, как правило, приводят к перегибам, но сложно определить, что же является перегибом, поскольку в вопросе о ценностях нет понятия нормы. Вероятно, наилучший способ рассмотрения вопроса о ценностях заключается в том, чтобы начать с утверждения, что они берут свое начало, скорее, в фантазиях, чем в реальности. Следовательно, никакой набор ценностей не является совершенным. Мы можем затем спросить, что же в конкретном наборе ценностей является фантазией и как фантазия взаимодействует с реальностью. Любой иной подход внес бы предпочтение в направлении нашего собственного, тоже несовершенного, набора ценностей.

Ценности тесно связаны с концепцией его — наиболее рефлексивной из всех возможных. То, что мы думаем, намного сильнее влияет на нас самих, чем на мир вокруг нас. То, что мы собой представляем, возможно, не соответствует тому, что мы думаем о себе, но существует двусторонняя взаимная игра между этими двумя концепциями. По мере того, как мы проходим наш путь в этом мире, наше ощущение нашего его эволюционирует. Взаимосвязь между тем, что мы думаем о себе, и тем, что мы собой в действительности представляем, является ключом к счастью — иными словами, она дает нам субъективный смысл жизни.

Я мог бы легко представить рефлексивную интерпретацию своего собственного развития, но мне не хотелось бы делать это, не хотелось бы слишком обнажаться, или, говоря иначе, слишком обвешивать самого себя. Читателя вряд ли удивит мое признание в том, что я всегда придерживался преувеличенного представления о значимости собственной персоны — говоря напрямую, я воображал себя чем-то вроде бога или экономического реформатора, похожего на Кейнса (и каждый со своей собственной общей теорией) или, даже в большей степени, ученым, похожим на Эйнштейна (рефлексивность звучит как релятивность). Мое чувство реальности было достаточно сильным, чтобы заставить меня осознавать чрезмерность подобных ожиданий, и я скрывал их в себе, как тайную провинность. Это было источником значительной неудовлетворенности в течение большей части моей взрослой жизни. По мере того как я шел по своему пути в этом мире, реальность настолько приблизилась к моей фантазии, что позволила мне открыть свой секрет хотя бы самому себе. Не нужно и говорить, что в результате я чувствую себя более счастливым. Мне достаточно сильно повезло, чтобы я смог осуществить часть своих фантазий, — эта книга, в частности, принесла мне чувство глубокого удовлетворения. Как читатель легко мог заметить, реальность сильно отстала от моих ожиданий, но мне больше не надо таить в себе чувство вины. Ра-

богаты над этой книгой, и особенно в тот момент, когда я писал эти строки, я рассказал о себе столько, сколько никогда не осмеливался открывать раньше. Но я чувствую, что могу себе это позволить: мой успех в бизнесе защищает меня. Я могу исследовать пределы своих возможностей именно в силу того, что я не знаю, где находится эти пределы. Критика поможет мне в этом начинании. Единственное, что могло бы задеть меня, — это возврат к моим детским фантазиям о всемогуществе в результате достигнутого делового успеха, но скорее всего, этого не произойдет — по крайней мере, пока я продолжаю участвовать в операциях на финансовых рынках, поскольку они постоянно напоминают мне об ограниченности моих возможностей. Принимая во внимание мои личные качества, можно сказать, что я исключительно удачно выбрал свою карьеру, но в действительности здесь, конечно, не было реального выбора, а был лишь рефлексивный процесс, в котором как моя карьера, так и мое ощущение моего его эволюционировали в tandem. Я мог бы сказать об этом гораздо больше, но пока я продолжаю свою деловую карьеру, я могу пользоваться пятой поправкой*. Существует крайняя точка, за которой самообнажение может стать опасным, а одним из недостатков моего характера, всю меру которого я еще не полностью осознал, является стремление к самообнажению. Вероятно, я преувеличил, когда минуту назад сказал, что не боюсь чрезмерной открытости.

У меня также существуют некоторые взгляды на то, что можно назвать объективным смыслом жизни — если бы употребление слова "объективный" в этом контексте не было бы противоречивым. Я начну с утверждения о том, что любое человеческое начинание является несовершенным: если бы нам пришлось отказываться от всего несовершенного, ничего бы не осталось. Таким образом, нам следует наиболее полно использовать то, что у нас имеется; альтернатива — поддаться соблазну смерти. Выбор этот реален, поскольку поддаться соблазну смерти можно многими способами; стремление к вечности и совершенству во всех своих проявлениях эквивалентно предпочтению идеи смерти перед идеей жизни. Если мы приведем эту последовательность аргументов к логическому заключению, смысл жизни состоит из ошибок в наших концепциях и из того, что мы предпринимает по отношению к ним. Жизнь можно рассматривать как плодотворное заблуждение.

* Пятая поправка к Конституции США, вводящая в Билль о Правах (ратифицирован 15 декабря 1791 г.): "... ни одно лицо ... не должно принуждаться в каком-либо уголовном деле свидетельствовать против себя ..." — *Прим. ред.*

До сих пор я говорил преимущественно в терминах отдельной личности. Но отдельная личность не существует в изоляции; существе ей несовершенное понимание делает ее более зависимой от общества, частью которого она является. Анализ, который привел к созданию концепции рефлексивности, проливает также некоторый свет на взаимоотношение между личностью и обществом. Неправильно думать, что здесь речь идет о двух отдельных сущностях: взаимоотношение это является взаимоотношением между частью и целым. Мы видели, какого рода когнитивные трудности вызывает такого рода взаимоотношение: ни понятие личности, ни понятие общества невозможно определить изолированно, одно без другого. При существующей структуре нашего языка чрезвычайно сложно понять сущность природы этих двух сущностей, и исторически сложилось так, что большинство рассуждений об этом предмете имеют в качестве своей исходной точки либо целое, либо часть. Выбор исходной точки, как правило, делает несколько предвзятой в том или другом направлении оставшуюся часть обсуждения. Знаменитая речь Агриппы*, в которой он сравнивает общество с организмом, является типичным примером одной крайности, а идея Руссо об общественном договоре — другой.

Чтобы избежать предпочтений, присущих этим двум крайностям, необходимо ввести новые категории речи. Соответствующий язык начинать возникать в рамках компьютерных наук и системного анализа, но потребуются время для того, чтобы он мог проникнуть в общее словоупотребление**. Даже если мы научимся мыслить в терминах рефлексивных и рекурсивных взаимоотношений, мы столкнемся с весьма важным выбором: должно ли общество иметь заранее определенную форму или же его членам должно быть позволено определять форму общества, в котором они живут? Первый тип общества был описан Карлом Поппером как закрытое общество, последний — как открытое.

Я как раз вернулся из Китая, где этот вопрос имеет жизненно важное значение. Страна прошла через ужасающий период, в те-

* Агриппа Неттестеймский Генрих Корнелий (1486—1535) — философ и гуманист. См. Ж. Орсе, Агриппа Неттестеймский, М., 1913. Сочинения Агриппы изданы на русском языке: Оккультная философия, М., Золотой Век, 1993; Белая и черная магия, Нальчик, 1994. — *Прим. ред.*

** Я был сильно впечатлен книгой Грегори Бейтсона "Шаги к экологии разума", Нью-Йорк, Беллантайн, 1975 (Gregory Bateson, Steps to an Ecology of Mind, New York: Ballantine, 1975) и книгой Дугласа Р. Хофштадтера "Телед, Эшер, Бах: Вечное золотое плетение", Нью-Йорк, Бейсик Букс, 1979 г. (Douglas R. Hofstadter, Goedel, Escher, Bach: An Eternal Golden Braid, New York: Basic Books, 1979). — *Прим. авт.*

чение которого имел место массовый террор коллектива против личности. Сейчас ею управляет группа людей, которые пострадали от этого террора. Эти люди имеют все основания для того, чтобы стать страстными приверженцами свободы личности; но они выступают против давней феодальной традиции, воспринимавшей бюрократии и ограничений, налагаемых марксистской идеологией.

Я был удивлен тем, что обнаружил живой интерес к концепции рефлексивности. Как я отмечал в книге, рефлексивность может также быть описана и как своего рода диалектика, но я избегал пользоваться этим словом из-за тяжелой интеллектуальной нагрузки, которую оно с собой несет. Именно эти коннотации сделали эту концепцию столь заманчивой для китайцев, поскольку она позволяет им модифицировать марксистскую идеологию, не порывая с ней. Гегель предложил диалектику идей; Маркс поставил эту идею с ног на голову и положил начало диалектическому материализму; сейчас существует новая диалектика, которая соединяет мышление участников с событиями, в которых они участвуют, — то есть она действует между идеями и материальными условиями. Если концепция Гегеля была тезисом, а марксизм — антитезисом, то рефлексивность является синтезом.

Но существует фундаментальное различие между марксизмом и новой диалектикой. Марксизм действовал на основе ошибочного предположения о том, что для того, чтобы быть научной, теория должна определять будущий ход истории. Новая диалектика открыто провозглашает себя недетерминистской. Поскольку форма общества не может быть "научно" определена, участникам должна быть предоставлена возможность самим определить форму своей организации. Поскольку ни один участник не обладает монопольным правом на истину, система должна допустить процесс критики, в котором конфликтующие взгляды могут свободно обсуждаться и в итоге проверяться реальностью. Демократические выборы представляются подобную арену действий в политике, а рыночный механизм — в экономике. И рынок, и выборы являются не объективными критерием, а лишь выражением преобладающего предпочтения; но это лучший способ, доступный в нашем несовершенном мире. Таким образом, концепция рефлексивности направлена ведет к концепции открытого общества — отсюда и ее "привлекательность" в современном Китае. Что касается меня, она завершает то, что Хофстаттер назвал бы "рекурсивной петлей", соединяющей мою концепцию рефлексивности, мой интерес к финансовым рынкам и мою приверженность идеалу открытого общества.

Введение

Примечания

1. Karl R. Popper, *The Poverty of Historicism* (London: Routledge & Kegan Paul, 1957, стр. 130). Русский перевод: Карл Р. Поппер, *Нищета историзма*, Прогресс ВИА, М., 1993 (библиотека журнала "Путь").

Глава 1

1. George Stigler, *Theory of Price* (New York: Macmillan, 1966). Джордж Стиглер, *Теория ценообразования*.

2. Lionel C. Robbins, *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, 3d ed. (New York: New York University Press, 1984). Лайонел К. Роббинс, *Исследования природы и значения экономики как науки*, 3-е изд.

3. Karl R. Popper, *The Logic of Scientific Discovery* (New York: Basic Books, 1959). *Conjectures and Refutations* (London: Routledge & Kegan Paul, 1963). Карл Р. Поппер, *Логика научного открытия и Логика и опровержения*.

4. Karl R. Popper, *The Poverty of Historicism* (London: Routledge & Kegan Paul, 1957), стр. 130. Карл Р. Поппер, *Нищета историзма*.

Глава 3

1. Ragnar Nurkse, *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period* (Geneva: League of Nations, Secretariat; Economic, Financial and Transit Department, 1944). Ратнар Нюрске, *Международный валютный опыт: уроки периода между двумя войнами*.

2. Henry Kaufman, "Comments on credit", May 3, 1985 (New York: Salomon Brothers Inc.). Генри Кауфман, "Комментарии по вопросу о кредите", 3 мая 1985 г.

Глава 5

1. *The New York Times* (April 21, 1985). *Нью-Йорк Таймс*, 21 апреля 1985 г.

2. Milton Friedman and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963) and *Monetary Statistics of the United States* (New York: Columbia University Press, 1970). Милтон Фридман и Анна Шварц, *Финансовая история Соединенных Штатов, 1867-1960*, и *Финансовая статистика Соединенных Штатов*.

Глава 6

1. George Soros, "The International Debt Problem, Diagnosis and Prognosis", July 1983; "The International Debt Problem Revisited", March 1984 (New York: Morgan Stanley). Джордж Сорос, "Проблема международных задолженностей, диагноз и прогноз", июль 1983 г.; "Пересмотр проблемы международных задолженностей", март 1984 г.

2. Anatole Kaletsky, *The Costs of Default* (New York: Twentieth Century Fund, 1985). Анатолий Калетский, *Цена неплатежей*.

Глава 7

1. Henry Kaufman, Генри Кауфман, шт. соч., разные места.

2. Например, см. свидетельство Пола Волкера в Банковском Комитете Сената, 20 февраля 1986 г.

Глава 8

1. International Monetary Fund, *World Economic Outlook* (September 1, 1986) *Международный валютный фонд. Перспективы мировой экономики*.

2. Jonathan E. Gray, "Financial Corporation of America: *Strategical Analysis No Forecast*", Bernstein Research, Dec. 28, 1983 (New York: Sanford C. Bernstein & Co.). Джонатан Е. Грей, "Американская финансовая корпорация: *Стратегический анализ № Прогноз*", Бернштейновские исследования, 28 декабря 1983 г.

Глава 18

1. The International Parliamentary Working Round Table on Exchange Rates and Coordination, Zurich, Switzerland, June 28, 29 and 30, 1986. Материалы рабочей группы международного парламентского круглого стола по обменным курсам и координации, Цюрих, Швейцария, июнь 28, 29 и 30, 1986 г.

2. The U.S. Congressional Summit on Debt and Trade, New York, N.Y.; Dec. 3, 4 and 5, 1986. Слушания парламента США по вопросу задолженностей и торговли, Нью-Йорк, штат Нью-Йорк, 3, 4 и 5 декабря 1986 г.

Джордж Сорос

Алхимия финансов

Рынок: как читать его мысли
Новое предисловие

Редактор Ф.В. Широков
Корректор Г.М. Короткова
Художник А.В. Лесницкий
Компьютерная верстка С.М. Чернышев

Подписано в печать 25.05.98 г.
Формат 60х90/16. Печать офсетная.
Гарнитура Times ET. Усл. печ. л. 26,00.
Тираж 30 000 экз. (5-й завод 3000 экз.).
Цена договорная. Заказ №139

ЛР № 070824 от 21.01.93 г.

Издательский Дом «ИНФРА-М»
127214, Москва, Дмитровское ш., 107.
Тел.: (095) 485-70-63; 485-71-77
Факс: (095) 485-53-18. Робофакс: (095) 485-54-44
E-mail: books@info-m.ru

Отпечатано в ООО
типографии «ПОЛИМАГ»
127247, Москва, Дмитровское шоссе, 107