

## Содержание

Вступительное слово от спонсора .....	7
Предисловие .....	9
Введение .....	15
Глава 1. Слушая базарную толпу .....	22
Глава 2. Мир, омраченный страхом .....	38
Глава 3. Борьба фондовых рынков .....	60
Глава 4. «1940: Самый великолепный, самый смертоносный год» .....	86
Глава 5. Осажденные и одинокие: Англия в 1941 году .....	136
Глава 6. Операция «Барбаросса»: Германия атакует Россию .....	159
Глава 7. Чудеса в Коралловом море и Мидуэй: Япония и Америка .....	186
Глава 8. Фондовые рынки поняли: никто другой этого не понял .....	217
Глава 9. Четыре всадника Апокалипсиса снова скачут ..	242

Глава 10. Упадок во Франции: финансовый, экономический, социальный .....	259
Глава 11. Унесенные ветром: Резервирование богатства в Италии и Германии .....	279
Глава 12. Сталинград: Битва века .....	315
Глава 13. Поражения, а затем победы в Азии и Северной Африке .....	340
Глава 14. Испытание в Корее: последняя битва Второй мировой войны .....	370
Глава 15. Сохранение богатства во время холеры .....	406
Глава 16. Варвары у ворот .....	430
Заключение .....	446
Примечания .....	450

## Вступительное слово от спонсора

**И**дея издать в России книгу Бартона Биггса «Богатство, война и мудрость» пришла ко мне более десяти лет назад, когда только вышло оригинальное издание. За это время книга ничуть не потеряла своей актуальности. Напротив, события, начавшие разворачиваться в мире в начале 2020 года, сделали идеи Биггса злободневными как никогда. Кризисы были, есть и будут приходить, каждый раз ставя в тупик гуру фондового рынка. В эти моменты нужно уметь слушать голос «рыночной толпы», обладающей коллективной мудростью, недоступной экспертам и алгоритмическим системам. Бартон Биггс ярко показал это на примере деятельности фондовых рынков во время Второй мировой войны. В этом смысле его книга будет интересна и практически полезна как профессионалам, так и начинающим инвесторам. Но по-настоящему выделяет Бартона Биггса из многих других авторов то, что он не пытается учить зарабатыванию прибыли. Он делится мудростью и философией инвестирования, необходимой для тех, кто нацелен на долгосрочные результаты. И если кому-то покажется абсурдной идея, живя в XXI веке, учитывать в своей инвестиционной стратегии риски катаклизмов, подобных мировой войне, то автор отвечает на это цитатой Мольтке, немецкого военачальника XIX века: «Вечный мир есть мечта, и даже

далеко не прекрасная. Война — один из элементов мирового порядка, установленного Богом. Без войны мир выродился бы и исчез в трясине материализма». По мнению Биггса, инвестор обязан знать историю. При всем огромном пласте литературы о Второй мировой войне, еще никто не описывал ее историю сквозь призму финансовых рынков.

— Алексей Третьяков

## Предисловие

В течение 30 лет Бартон Биггс писал самую элегантную и пронизательную прозу в финансовом мире, регулярно публикуя статьи на страницах журнала «Инвестиционные перспективы», выпускаемого Morgan Stanley. Бартон Биггс умеет писать, в том числе благодаря обучению в Йельском университете в 1950-х годах. Бартон Биггс знает рынки, отчасти благодаря инвестированию в Fairfield Partners в конце 1960-х и начале 1970-х годов, отчасти благодаря работе в Morgan Stanley в 1970-х, 1980-х и 1990-х годах, и наконец, благодаря инвестированию в Traxis Partners в 2000-х годах.

Читатели, следящие за финансовой обстановкой и любящие английский язык, будут благодарны Биггсу за то, что он, помимо выполнения своих нынешних обязанностей в хедж-фонде Traxis Partners, уделит время написанию книги «Богатство, война и мудрость».

Бартон Биггс позволяет фактам управлять выводами. Непокоримо рациональный, Биггс строит анализ на базе фундаментальных исследований. Читатели, знакомые с исследовательскими работами Биггса в Morgan Stanley или с его книгой Hedgehogging («Хеджирование»), уже знают, что темой любой конкретной страницы может стать как альпинистская экспедиция, так и соотношение цены и прибыли или цены

к балансовой стоимости. Тем не менее, удивительные истории Биггса продолжают не только просвещать, но и развлекать. Необычное сочетание глубины исследования и обширного жизненного опыта послужили хорошим основанием для написания «Богатства, войны и мудрости».

В книге Бартон Биггс расширяет нашу концепцию рыночной эффективности. На своем студенческом финансовом семинаре в Йельском университете я преподаю проверенное временем трехстороннее описание рыночной эффективности Бертон Малкила, которое включает слабую, относительную и сильную формы. Слабая форма рыночной эффективности просто утверждает, что прошлые цены на акции не содержат прогнозной информации о будущих ценах на акции. Другими словами, импульсные стратегии не работают. Относительная форма постулирует, что инвесторы не могут извлечь выгоду из использования публичной информации для того, чтобы обойти рынок. Другими словами, анализ безопасности не работает. В сильной форме указано, что инвесторы не извлекают выгоду ни из публичной, ни из частной информации. Другими словами, не работает даже инсайдерская торговля. Обратите внимание, что все эти определения сосредоточены на рыночной эффективности на уровне безопасности. Большая часть научных дебатов об эффективности рынка касается относительной формы гипотезы эффективных рынков, а именно того, могут ли инвесторы извлечь выгоду из внимательного анализа безопасности.

Финансовые экономисты тратят меньше времени на изучение предсказательной силы фондового рынка в целом. Хорошо представляющие себе ошеломляющую широту показателей, влияющих на фондовые индексы, финансовые профессора обычно цитируют изречение Пола Самуэльсона о том, что фондовый рынок успешно предсказал девять из последних пяти рецессий, тем самым умело обходя вопрос о предвидении движения фондового рынка\*. Бартон Биггс, его неутомимый оппонент, поло-

\* Быстрый поиск в Google показал значительное преобладание ссылок, в которых Самуэльсон предположил, что фондовый рынок предсказал девять

жительно разрешает вопрос о способности рынка победить то, что Джон Мейнард Кейнс охарактеризовал как «темные силы времени и невежества, которые окутывают наше будущее».

В «Богатстве, войне и мудрости» Биггса захватывающий рассказ о выдающихся персоналиях и важных сражениях Второй мировой войны переплетается с кратким описанием движений фондового рынка в основных странах как союзников, так и держав оси. В своей работе Биггс выделяет поразительное количество случаев, когда рынки реагировали на события, впоследствии оказавшиеся важными поворотными моментами в ходе войны.

Ошеломляющий вывод, к которому Биггс приходит, заключается в том, что во многих случаях рынок предвидит драматические изменения в перспективах воюющих сторон, полностью ускользающие от современных им рядовых наблюдателей. Бартон Биггс призывает нас рассмотреть возможность того, что мудрость толпы, отраженная в уровне цен на акции, превосходит мудрость даже самых проникательных наблюдателей за текущей ситуацией.

Хотя Биггс приводит впечатляющее количество ассоциаций между движением фондового рынка и знаковыми поворотными моментами в войне, он признает, что его доказательства иногда оказываются недостаточными. В отличие от особенно впечатляющих показателей предвидения на фондовых рынках США и Великобритании, Биггс отмечает, что инвесторы, вкладывавшие деньги в акции во Франции, заслуживают в лучшем случае смешанных оценок.

Биггс пополняет наши знания о долгосрочной доходности рынков ценных бумаг. В своей работе в Йельском университете, в классе, в книгах и в выступлениях я привожу исторические

---

из последних 50 рецессий. Также упоминались 12 из последних девяти и девять из последних четырех. Благодаря такому численному разнообразию, Пол Самуэльсон присоединяется к Вуди Аллену, чья известная цитата приводится в вариантах: «Семьдесят/восемьдесят/девятью процентов успеха в жизни — это появление». — Прим. редактора английского оригинала.

показатели доходности рынков в поддержку того аргумента, что акции заслуживают важной роли в портфелях долгосрочных инвесторов. Данные Роджера Ибботсона на более чем 80-летнем интервале, которые он представил в книге «Акции, облигации, векселя и инфляция», сосредоточены преимущественно на американском фондовом рынке, который более или менее непрерывно функционировал с самого его основания. Более чем двухвековые данные Джереми Сигела, приведенные в книге «Акции для долгосрочной перспективы», уделяют несколько больше внимания неамериканским рынкам, но центральное место в его книге по-прежнему занимают Соединенные Штаты. В целом, наиболее широко используемые подборки данных о рыночной доходности мало что говорят о более сложных историях рынков, которые пострадали от экстремальных потрясений.

Биггс напоминает нам, что многие рынки не пользовались преимуществами относительно непрерывной торговли, которая характерна для рынков США. Его тщательное изучение доходности акций, облигаций и денежных средств на рынках, которые перенесли перебои в торговле, добавляет ценный контекст к зачастую слишком широкому рассмотрению временных рядов доходности рынков. Выводы Биггса о доходности в XX веке для тех, кого он называет «стабильными счастливыми», которые были избавлены от катастроф (Соединенные Штаты, Великобритания, Австралия, Канада и др.) не удивляют ни одного серьезного исследователя рынков. Доходность акций с поправкой на инфляцию превосходит доходность облигаций и векселей, причем все классы активов опережают инфляцию. Напротив, некоторые выводы Биггса о «неудачниках» (Германия, Япония, Италия, Франция и др.) заставляют читателя задуматься. Неудивительно, что средние показатели доходности классов активов в XX веке для победителей превышают доходность для проигравших во всех категориях. Удивительно, что доходность классов активов в странах-неудачниках демонстрирует привычную картину,

когда акции выигрывают у облигаций, а облигации выигрывают у векселей. Что еще более примечательно, только акции в странах-неудачниках смогли обогнать инфляцию, поскольку и облигации, и векселя в среднем приносили отрицательную реальную доходность. Согласно анализу Биггса, даже в тех странах, в которых проявлялись самые экстремальные формы риска, рискованный класс активов — акции — обеспечивал превосходную доходность, а безопасные классы активов — облигации и векселя — не оправдали ожиданий. Биггс делает ставший уже традиционным вывод о том, что акции заслуживают значительного места в инвесторских портфелях, но он приходит к этому выводу нетрадиционным путем\*.

Что касается рыночного тайминга и выбора ценных бумаг, которые наряду с распределением активов представляют собой три основных инструмента для каждого инвестора, Биггс дает неожиданный совет. Несмотря на то, что вся его карьера — сначала в компании Fairfield Partners, затем в Morgan Stanley и, наконец, в Traxis Partners, — вращалась вокруг активного управления инвестиционными портфелями, Биггс рекомендует инвесторам избегать рыночного тайминга и избегать выбора ценных бумаг. Обоснование его совета исходит из признания того, что инвесторы получают выгоду от долгосрочной доходности фондового рынка только в том случае, если инвесторы владеют акциями. Для того, чтобы оставаться на фондовом рынке, необходимо мужество удерживать (или даже пополнять) позиции перед лицом экстремальных ситуаций. Если решение о выборе рынка, каким бы хорошо продуманным оно ни было, заставит инвестора снизить долю акций в портфеле и вернуться к фиксированному доходу в неподходящий момент, портфель инвестора может никогда не восстановиться. Более того, для получения рыночной прибыли необходимо

---

\* Чтобы защититься от катастрофы, Биггс рекомендует экстремальные формы диверсификации портфеля, включая покупку фермы или ранчо и закапывание золота на заднем дворе. — Прим. редактора английского оригинала.

держат рыночную корзину ценных бумаг. Если ряд ставок на ценные бумаги, как бы хорошо они ни были продуманы, нанесет ущерб портфелю, портфель инвестора может никогда не восстановиться. Придерживаться стабильного, ориентированного на акции, индексного портфеля представляет собой хорошую стратегию для подавляющего числа инвесторов.

Книга Бартона Биггса «Богатство, война и мудрость» развлекает нас творческим сопоставлением повествования о войне и истории рынков ценных бумаг. Биггс бросает вызов, утверждая, что фондовые рынки демонстрируют невероятное предвидение. Он учит нас, что ориентированное на акции стабильное распределение пассивно управляемых активов обеспечивает превосходные инвестиционные результаты. Как всегда, на протяжении всей своей замечательной карьеры Бартон Биггс пополняет наши запасы знаний элегантно, великолепно написанной прозой.

— Дэвид Ф. Свенсен,  
главный инвестиционный директор  
Йельский университет  
Ноябрь 2007 г.

## Введение

*И я взглянул, и вот, конь бледный, и на нем всадник, которому имя «смерть»; и ад следовал за ним; и дана ему власть над четвертою частью земли — умерщвлять мечом, и голодом, и мором ...*

— ОТКРОВЕНИЕ 6:8

**Д**ве темы давно волнуют меня. Во-первых, фондовые рынки на коротких интервалах случайны, иррациональны и не поддаются расшифровке: но в основных точках смены рыночных настроений и в долгосрочных трендах — действительно ли они интуитивны и мудры в своих суждениях, или же цены на акции по большей части просто отражают бездумный консенсус толпы?

Во-вторых, по крайней мере один раз в каждом столетии происходил эпизод разрушения огромного богатства, когда четыре всадника Апокалипсиса — Мор, Война, Голод и Смерть — мчались по миру. Вторая мировая война была последним случаем, когда скакал бледный конь со Смертью на спине и Ад следовал за ним, устрашая мир.

Как сохранить богатство во времена, когда Четыре Всадника садятся в седло? Из истории мы знаем, что акции увеличивают

богатство в хорошие времена, но работают ли акции как истинные хранители богатства, когда их страна, их «родное» общество, сталкиваются с поражением и оккупацией со стороны иностранной державы? Если нет, то что делать человеку с достатком? Насколько хорошо в реальном выражении — с поправкой на инфляцию и покупательную способность — работают публичные акции?

Чтобы стать окончательным хранилищем семейного или институционального капитала, некоторый класс активов, как инвестиционный инструмент, должен быть способен как сохранять, так и приумножать богатство в долгосрочной перспективе — как в плохие, так и в хорошие времена. Ценность накопления богатства катастрофически снижается, если его невозможно сохранить. По мере того как вы становитесь богаче, защита вашего состояния от «пращи и стрел переменчивой фортуны» становится по меньшей мере столь же важной, сколь и его приумножение.

Сохранение богатства во времени — это не академический вопрос. Мир всегда был и по сей день остается подвержен катастрофам, разрушающим огромные накопленные богатства. В прежние века были войны, стихийные бедствия, голод и чума. Затем в XVIII и XIX веках произошли революции, которые уничтожили богатства вместе с их владельцами. Последний век, XX-й, был возможно, самым разрушительным из всех времен: Первая мировая война, гиперинфляция, Великая депрессия, а затем вытекающая из предыдущих бедствий кульминация, страшнейшее среди прочих опустошение, Вторая мировая война. Эта война была мировой в полном смысле слова и, оглядываясь назад, можно с уверенностью сказать, что западная цивилизация в том виде, в каком мы ее знаем, выжила.

Вторая мировая война давно увлекает меня. Она преподносит так много уроков о жизни, политике, финансовых рынках, богатстве и, прежде всего, о выживании. Я много читал о ней, я изучал ее в течение многих лет, но как любитель,

а не как профессионал. Вторая мировая война, несомненно, была войной века, возможно, даже войной тысячелетия, потому что она захватила, опустошила и принесла невероятные страдания почти всему миру. Ее влияние на завоеванные, а затем оккупированные страны, а позднее — на проигравших в войне, было настолько экстремальным, что в наше время ее можно рассматривать как финальную проверку того, могут ли публичные акции или любой другой актив сохранить покупательную способность богатства перед лицом длительной и тотальной национальной катастрофы. Это также была эпическая борьба, в которой, казалось, одерживали верх сначала державы оси, а затем союзники.

1930-е и 1940-е годы были невероятно тяжелым временем для всего мира. До тех пор, пока вы не погрузитесь в документальное описание событий, вы не поймете, насколько мрачными были перспективы и как близко мир подошел к новым Темным векам. Поэтому в книге я уделяю много времени приливам и отливам войны, а также характеру и стилю управления лидеров с обеих сторон. Мне кажется, я нашел и включил в книгу несколько необычных взглядов на Гитлера, Черчилля, Муссолини и других. Книга «Богатство, война и мудрость» фокусируется в основном на событиях, произошедших между 1938 и 1943 годами, а не на более поздних победах союзников, потому что наибольшее значение имели именно переломные моменты в борьбе. Корея включена в книгу из-за ее значимости для японского рынка.

Инвесторам (и, если на то пошло, людям вообще) придется иметь дело с невзгодами и тяжелыми временами. В этой книге рассказывается о том, насколько тяжелыми были поражения и оккупации конца 1930-х и начала 1940-х годов, и о том, как лидеры — в частности Черчилль, Гитлер, Сталин, Макартур и Ямамото, справлялись с ними, а также как они обращались с людьми. Все мы, как профессионалы, должны практиковаться и преодолевать кризисы, и это еще одна причина, по которой инвесторы читают историю и биографии.

Оглядываясь назад с позиции сегодняшнего дня, владея полной информацией и видением перспектив, мы можем определить победы, которые стали основными поворотными моментами. Однако в то время, в тумане войны, было далеко не очевидно, что именно эти события стали переломными для ее хода. Неужели фондовые рынки, обладающие уникальной мудростью толпы, почувствовали эти моменты «через закопченное стекло»? Я думаю, что есть свидетельства того, что они это почувствовали — в то время как пресса и так называемые эксперты-комментаторы и стратеги в основном не обратили внимания; и что мы должны с большим уважением относиться к коллективной мудрости фондовых рынков. Это означает, что следовало бы лучше прислушиваться к тому, что рынок сообщает своими действиями. (Глава 1 дает более глубокое представление о мудрости рынков).

Впервые я увлекся темой мудрости рынков, когда случайно обнаружил, что британский фондовый рынок достиг рекордного для всех времен минимума летом 1940 года, прямо перед битвой за Британию; что американский рынок навсегда развернулся в конце мая 1942 года во время эпической битвы за Мидуэй; и что немецкий рынок достиг своего пика на высшей отметке немецкого нападения на Россию, как раз перед тем, как передовые немецкие передовые патрули увидели шпили московских зданий в начале декабря 1941 года. Это были три великих изменения хода Второй мировой войны — хотя в то время никто, кроме фондовых рынков, не признавал их за таковые. Это, на мой взгляд, подтверждало необычайную (и непризнанную) мудрость рыночных толп.

Это приводит к еще одному важному моменту. Сегодня почти каждый инвестор является консерватором. Все знают об опасностях группового мышления и безумии толпы. Но есть ли особая, интуитивная мудрость в нескоординированных приливах и отливах толпы инвесторов? Я пришел к выводу, что такая мудрость есть. Мистер Рынок — умная, проницательная старая душа, и во время Второй мировой войны он

не всегда, но часто, чувствовал важные переломные моменты, которые в то время улавливал мало кто из элиты. Приливы и отливы фондового рынка отражают коллективное мнение толпы инвесторов, и в этой книге я утверждаю, что рынки обладают великой мудростью. Инвестор может игнорировать их послания на свой страх и риск.

Еще одна важная тема книги — что произошло с богатством до, и во время войны, и какие страховые меры должен предпринять состоятельный человек, чтобы защититься от «черного лебедя» — подобия апокалипсиса. Я также изучал, насколько успешно акции и облигации сохранили и приумножили богатство не только в годы чрезвычайного кризиса с 1930 по 1945 год, но и на протяжении всего столетия. Я не смог бы прийти к тем выводам, которые я сделал, без масштабных исследований Элроя Димсона, Пола Марша и Майка Стаунтона из Лондонской школы бизнеса. Я обнаружил, что акции в целом сохраняют богатство — на протяжении всего столетия, и особенно если вы владеете правильными акциями в правильной стране (в главах 9 и 15 эта тема рассматривается достаточно подробно). Однако доходность акций (и облигаций тоже) была значительно выше, если страна, в которой они находились, оказывалась на стороне победителей. Если ваша родина проиграла войну и была оккупирована, публичные акции не работали в годы войны и оккупации, а облигации были еще хуже. Более того, в течение первых 50 лет XX века акции как во Франции, так и в Германии с поправкой на инфляцию оказывались убыточны. Государственные же облигации были катастрофой.

Помогала диверсификация активов. Реальные активы, такие как земля, недвижимость, золото или бизнес, были несколько лучше, чем акции, хотя далеко не идеальны. Работающая ферма защищала и ваше богатство, и вашу жизнь. Другим решением было хранить деньги за пределами страны в надежном убежище, но конечно, это не помогало вам в то время сохранить собственные тело и душу.

Насколько я знаю, большая часть рыночных данных никогда не собиралась в такой форме и не публиковалась ранее. В книге «Богатство, война и мудрость» также рассказывается о том, что произошло с другими формами богатства, такими как облигации, земля, золото, драгоценности и имущество в те годы (опять же, в основном в главах 9 и 15). Тот, у кого есть богатство, должен заботиться обо всем этом. Нет смысла работать до смерти, чтобы накопить богатство, если оно не может быть сохранено и приумножено. В книге есть четкие указания на то, что должен делать обеспеченный человек, чтобы передать богатство будущим поколениям в непредсказуемом и изменчивом мире, хотя я допускаю, что следующий апокалипсис может отличаться от предыдущего.

Я также считаю, что история этой эпической войны, наполненная такими экстравагантными фигурами, является бесконечно интригующим, невероятно драматичным и захватывающим повествованием. Конечно, кто-нибудь может поспорить с моими суждениями о нюансах восприятия и не согласиться с моими интерпретациями лидеров, их действий и настроений того времени.

Инвесторы, в отличие от трейдеров и спекулянтов, должны делать долгосрочные, медленно меняющиеся суждения о ходе событий в экономике и мире. Чем больше они знают и понимают в истории, тем лучше будут эти перспективные решения. Инвестор просто обязан знать историю, а также быть статистиком, психологом и обладать развитой интуицией.

Однако я определенно не являюсь настоящим историком. Это ни в коем случае не настоящая книга по истории — ни фондовых рынков, ни Второй мировой войны. Я не проводил никаких оригинальных исследований по Второй мировой войне, но прочитал ряд книг, которые перечислены в библиографическом списке. Я беззастенчиво заимствовал идеи, мысли и воспоминания настоящих историков и воинов, написавших книги, включенные в библиографию. Несмотря на мое обширное чтение я, однако, не нашел ни одного источника,

в котором говорилось бы о том, что на самом деле произошло в годы войны с финансовыми рынками и богатством. Есть рыночная статистика, но очень мало справочной информации. Чтобы найти социальную информацию, представленную в этой книге, я читал старые газеты и общался с людьми, которые жили в то время. Многочисленные диаграммы рынков с упоминаниями событий включены в книгу. Я предлагаю вам собственный взгляд на события тех времен, который, как я надеюсь, найдет читательский отклик и сегодня.

Бартон М. Биггс  
Октябрь 2007 г.

## Глава 1

# Слушая базарную толпу

*Тот единственный, кто мудрее всех, — это каждый.*

— НАПОЛЕОН БОНАПАРТ

Эта книга — о том, что происходило с благосостоянием во время, возможно, самой страшной и разрушительной глобальной катастрофы во всей истории человечества — Второй мировой войны. Основное внимание уделяется акциям и тому, сохраняют ли они и повышают ли покупательную способность капитала. Также рассматривается, какой объем диверсификации и других активов должны иметь люди с богатством, чтобы защитить покупательную способность своего состояния. В процессе изучения этих вопросов становится поразительно очевидно, что рынки акций основных соперников — США, Великобритании, Германии

и Японии — определяли монументальные, эпические поворотные моменты в войне со сверхъестественной точностью. В наши дни принято считать, что толпа — и в частности, толпа на фондовом рынке — это сборище озверевших маньяков. Однако, изучая историю и читая социологические исследования, вы начинаете приходить к выводу, что толпа обладает великой мудростью, что сам по себе рынок акций является олицетворением мудрости толпы, и что нам следует обращать пристальное внимание на его послания, особенно когда тренды разворачиваются вспять.

О «безумии толпы» очень много написано в презрительных тонах. Фактически сама идея «безумия толпы» стала глубоко укоренившейся общепринятой мудростью. Однако, как отметил Джеймс Шуровьески в своей оригинальной и проницательной книге «Мудрость толпы», коллективное мнение толпы и ее интуиция — это то, к чему мы должны отнестись с уважением.

Незыблемой классикой является сочинение Чарльза Маккея — «Необычайные народные заблуждения и безумие толпы» — которое хранится в шкафу каждого профессионального инвестора, словно Священное Писание. Без сомнения, самые известные его строки — это: «Люди, как было хорошо сказано до нас, мыслят стадно. И мы увидим, что с ума они сходят тоже стадно, а вот в себя приходят медленно и по одному». Фридрих Ницше писал: «Безумие — это исключительный случай для одиночки, но для группы людей это правило».

Еще одним классическим трудом о поведении толпы является книга Гюстава Лебона «Толпа: исследование народного разума», опубликованная в 1896 году. Лебон — аристократический автократ, если можно так выразиться, — полагал, что толпа неизменно принимает неверные решения и всегда действует глупо. «Толпа неспособна на действия, требующие высококоразвитого интеллекта, — пишет Лебон. — Она всегда уступает отдельному индивидууму». Определение толпы, которым

пользовался Лебон, было довольно широким и включало в себя любую группу, способную принимать решения.

Это презрение к толпе имеет глубокие корни. Существует старинная поговорка, источник которой неизвестен: «Никто из нас не так глуп, как все мы». Самопровозглашенный инвестиционный гений Бернард Барух цитирует немецкого поэта и философа Фридриха фон Шиллера: «Любой человек, будучи сам по себе, достаточно разумен и рассудителен; но, оказавшись в толпе, он мгновенно становится полным тупицей». А шотландский историк Томас Карлайл провозгласил: «Я не верю в коллективную мудрость индивидуального невежества».

Собрание превращается в толпу, когда становится беспорядочным, агрессивным и вульгарным. Этимология слова *mob* (агрессивная толпа) происходит от латинского *mobile vulgus*. Вывод состоит в том, что собранием, и особенно толпой, можно легко манипулировать и обратить ее к опасным и злым занятиям. Плохая репутация групп или толп не является неза заслуженной, но крайне недооценен тот эффект, что, когда от толпы требуется вынести независимое и рациональное суждение, результаты суждений толпы впечатляют. Другими словами, пренебрежительное отношение к Лебону и другим упомянутым авторам, как правило, неверно.

В современном мире инвестиций само упоминание «толпы» имеет крайне уничижительную коннотацию. Все знают, что быть частью толпы не нужно, потому что толпа всегда ошибается. Избегать сделок, куда уже ломится толпа, стало максимумом хедж-фондов. Недоверие к мудрости толпы глубоко укоренилось в психике профессиональных инвесторов, стратегов, экономистов, и даже в средствах массовой информации.

И наоборот, стало очень модно быть контрарным — другими словами, делать противоположное тому, что делает толпа, потому что толпа ведь так глупа и почти всегда ошибается. Если на рынке акций всеми овладевают «бычьи» настроения, то контраргумент будет «медвежьим», и это же работает в обратную сторону. Инвесторы усердно отслеживают

индикаторы настроений, чтобы делать все наоборот. Стратеги и экономисты часто в преамбуле к своим отчетам хвастаются тем, что их мнение противоречит общепринятому, как будто это само по себе важнее всего их анализа. В ответ на популярность контрарианства один из лучших инвесторов в мире, Джордж Сорос, однажды назвал себя «контрконтрарианцем».

Люди ведомы стадным инстинктом и склонны впадать в эмоциональные крайности, от эйфории до отчаяния; это уже стало трюизмом. Инвесторы и спекулянты мечутся между жадностью и страхом, слепо пытаясь угнаться за рынком и ценами. Время от времени это приводит к эксцессам и, в конечном счете, к возникновению пузырей. Однако, как будет показано далее, это никоим образом не отменяет главной идеи этой книги: в совокупности толпа инвесторов часто обладает превосходной интуицией в плане долгосрочных событий, и их суждения стоят того, чтобы уважать их и следовать им.

### **Игнорируйте мнение экспертов: они не являются надежными прогнозистами**

С другой стороны, появляется все больше доказательств того, что полагаться на мнение экспертов в вопросах консультирования — это игра для неудачников. Филип Тетлок в новой книге «Экспертное политическое суждение: Насколько оно точно? Как узнать?» приходит к выводу, что мнения экспертов по вопросам политики, экономики и бизнеса следует игнорировать, как бессвязную болтовню, поскольку эксперты еще менее точны, чем неспециалисты, в попытках предугадать, что произойдет. Тетлок отследил экспертов, которые сделали 82361 прогноз в течение нескольких лет. Какая утомительная работа по просеиванию и оценке массы конского навоза! В любом случае он обнаружил, помимо прочих униительных вещей, что предполагаемые эксперты оказывались правы менее чем в половине случаев и что в том случае,

когда были задействованы многочисленные вероятности, у экспертов предсказывать результат получалось хуже, чем у обезьян — играть в дартс. Как сказал датский физик Нильс Бор: «Предсказывать очень трудно — особенно предсказывать будущее».

Проанализировав данные, которые удалось собрать, Тетлок пришел к выводу, что несмотря на то, что для достоверного прогнозирования событий или экономики необходимо быть достаточно информированным в каком-либо вопросе, обширные знания, позиционирование себя как настоящего эксперта, мудреца, гуру, на самом деле снижает надежность прогнозирования для этого человека. Чем больше фактов, информации и истории знает эксперт, тем больше вероятность того, что у него есть любимые теории и сложные цепочки причинно-следственных связей при составлении прогноза. Тетлок считает, что именно поэтому экспертам не удается превзойти неэкспертов. Максимальные шансы, как правило, имеет наиболее простой и очевидный исход. Тетлок сообщает, что чем более известен, более цитируем, более уверен в себе и более авторитетен эксперт (или лучше сказать проповедник?), тем выше вероятность того, что он ошибается.

Еще одна причина, по которой эксперты, регулярно выступающие на телевидении, особенно ненадежны, заключается в том, что они становятся одержимыми шоуменами. Другими словами, они стремятся прежде всего быть оригинальными и непохожими на других, часто только ради того, чтобы, собственно, быть оригинальными и непохожими. Оригинальный, изобретательный, возмутительный прогноз привлечет больше всего внимания. Их участие в ток-шоу или в передачах каналов CNBC и CNN, а во многих случаях и их гонорары, зависят не от точности их прогнозов (потому что прогнозов так много, что никто не может уследить за ними), а от развлекательного компонента их выступлений. Хотя эксперты могут вовсе не признавать этой части, она мешает им думать и туманит их экспертные головы.

Изучив записи экспертов, Тетлок пришел и к другим интересным выводам. Во-первых, когда эксперты ошибаются, они редко это признают. Во-вторых, эксперты склонны отвергать новую информацию, которая не согласуется с их предыдущими убеждениями или действиями. Это называется когнитивным диссонансом, и он стал болезнью, поразившей администрацию Джорджа Буша — младшего. В-третьих, что еще более разочаровывает, но уже не удивляет, они гораздо жестче оценивают достоверность новой информации, которая подрывает их теории, чем информацию, которая их поддерживает.

Наконец, Тетлок разделил экспертов на две группы, применив классификацию Исаяи Берлина о «ежах» и «лисах». «Ежи» — это эксперты, которые много знают о какой-то одной крупной вещи и и склонны анализировать сложные проблемы, исходя из этих рамок. В своем узком кругу компетенции они считаются светилами. «Лисы», по словам Тетлока — это «мыслители, которые знают много мелких вещей, <...> скептически относятся к грандиозным схемам, рассматривают объяснение и предсказание <...> как гибкие упражнения, требующие объединения различных источников информации, и довольно сдержанно относятся к собственному мастерству прогнозирования». Тетлок обнаружил, что «лисы» оказались значительно лучшими предсказателями, чем «ежи». Когнитивное разнообразие «лисьего» восприятия дает им широкую структуру для анализа сложных проблем.

Например, в мире инвестиций есть высокообразованные, очень умные многочисленные «ежи», вооруженные учеными степенями и мощными компьютерами. В течение какого-то времени их изобретательские модели обеспечивают превосходные результаты для вложенных средств. Затем их успех порождает конкурентов-подражателей. Вскоре их становится так много, что удобные для эксплуатации оценочные аномалии, которые блестящие пионеры выявили и использовали для создания системы управления портфелем, почти сразу же обнаруживаются другими многочисленными «ежами» и быстро

перестают работать. Это новейшая версия «созидательного разрушения» в мире инвестиций.

С данными Тетлока трудно спорить. Однако скептик может возразить, что хотя Тетлок, возможно, и прав в отношении всех экспертов как класса, но все же есть некоторые, особенно в таких специализированных областях, как технологии и наука, которым стоило бы уделить внимание. Что касается политических экспертов или прогнозистов фондового рынка, то их немного, и к ним стоит прислушиваться. Проблема в том, что даже если кто-то был прав в последнее время, это не значит, что он будет прав и впредь. На самом деле, с профессиональными инвесторами часто происходит как раз обратное. Тем не менее, послушать внятного и эрудированного прогнозиста может быть забавно, а иногда и полезно. Просто не стоит питать иллюзий относительно долгосрочных прогнозов представителей этого класса.

Все эти нападки на прогнозистов и стратегов написаны с легкой досадой, поскольку автор когда-то и сам скрывался под этим прозвищем.

### **Глобальные рынки понимали, что происходило во время Второй мировой войны**

Интуиция, чутье и здравый смысл играют большую роль при составлении прогнозов. Но, как мы увидим, нужно с уважением относиться не к прогнозам гуру, а к мудрости рынков, коллективным суждениям многих людей, высказанным индивидуально, а затем собранным воедино, — вот на них стоит обратить пристальное внимание. Лондонский фондовый рынок в начале лета 1940 года, еще до битвы за Британию, в то самое время, когда весь мир преисполнился пессимизма и даже многие англичане были в отчаянии, сделал вывод, что Британия не будет завоевана. Акции достигли самой низкой

за очень долгое время точки еще в начале июня, хотя до самого октября не было очевидно, что немецкого вторжения в 1940 году не будет, и вплоть до Перл-Харбора, последовавшего 18 месяцев спустя, победа Британии тоже не выглядела очевидной.

Точно так же немецкий фондовый рынок, даже будучи заключенным в тиски полицейского государства, в октябре 1941 года каким-то образом понял, что пик немецкого завоевания достигнут. Это было невероятное понимание. В то время немецкая армия казалась непобедимой. Она никогда не проигрывала сражений, никогда не была принуждена к отступлению. Еще не было никаких признаков провала триумфального наступления на Советский Союз. В самом деле, в начале декабря немецкому патрулю удалось мимолетно увидеть шпили московских зданий, и в то время Германия владела большей частью Европы, чем Священная Римская империя в эпоху своего расцвета. В те дни никто больше не понимал, что это был переломный момент.

Нью-Йоркский фондовый рынок признал, что победы в сражениях при Коралловом море и Мидуэе в мае и июне 1942 года стали переломом для хода войны в Тихоокеанском регионе, и с минимумов той весны никогда не оглядывался назад, но я не могу найти подобных мыслей в газетах или у военных экспертов того времени. Шквал поражений и капитуляций вызвал резкую критику способов ведения войны и конкретных командующих. Мудрецы из средств массовой информации были так заняты заламыванием рук, что не поняли значения сражений в Коралловом море и Мидуэе как высшей точки в грандиозном плане Японии по созданию империи и нападения на Соединенные Штаты.

В самом деле, американские СМИ с самого начала неверно освещали то, что касалось войны. Используя сведения, поступающие из военного министерства США, газета *The New York Times* в первые недели после Перл-Харбора преувеличивала любые, даже самые незначительные успехи союзников и занижала

ущерб, нанесенный Тихоокеанскому флоту. Например, через пять дней после Перл-Харбора, 12 декабря 1941 года, заголовки газет были такими: «Японцы побеждены во всех сухопутных боях; три их корабля потоплены, второй линейный корабль поврежден». В репортаже также говорилось, что один из трех потопленных кораблей был линкором. Это была чистая выдумка. Был потоплен только один японский эсминец: потеря весьма незначительная.

### **Рынки оказываются умнее экспертов — неважно, человеческих или компьютерных**

Но вернемся к теории толпы. В 1945 году экономист и политический философ Ф. А. Хайек написал мощное эссе, которое опровергало популярную на тот момент социалистическую доктрину центрального планирования. Он утверждал, что централизованное планирование в принципе не может быть настолько же экономически эффективным, как ценовой механизм. По его словам, не может быть такого, чтобы центральный планировщик, будь то человек или компьютер, аккумулировал все биты и кусочки разнообразной информации, разбросанной по всему огромному населению, необходимой для принятия столь же эффективных, «годных» экономических решений, подобно тому, как это делает ценовой механизм. Рынки функционируют так эффективно, потому что совокупность всей релевантной информации, включая субъективные предпочтения, агрегируется через механизм цен в единую рыночную оценку, которая может быть и несовершенна, но все равно лучше, чем какое бы то ни было число, состряпанное человеком или даже компьютером.

Отсутствие централизации источников также очень важно, поскольку это имеет решающее значение для сбора того, что Хайек называл «неявным знанием». Неявные знания — это знания, которые интуитивно понятны людям

или получены в зависимости от конкретного места, работы или образа жизни. Поскольку это знание настолько интуитивно и инстинктивно, его нелегко обобщить или передать, и по сути, люди, обладающие им, могут даже не знать, что оно у них есть. Тем не менее, оно очень ценно, потому что отражает глубокий жизненный опыт людей, разбросанных по всему миру.

Эта идея легла в основу теории эффективного рынка, но она так и осталась наблюдением, а не выводом. Как недавно отметил Генри Манн, почетный декан Школы права Джорджа Мейсона, эта концепция не объясняет того, как такое огромное количество информации так эффективно распространяется среди цен на товары и услуги. Он задается вопросом: «Как происходит это усреднение?»<sup>1</sup>. Соответственно и «гипотеза эффективного рынка была почти полностью основана на эмпирических наблюдениях и не предлагала теории того, как именно рынок стал настолько эффективным»<sup>2</sup>. Ответ на вопрос Манна, похоже, будет таким: это мудрость толпы.

В своей книге «Мудрость толпы» Шуровьески убедительно доказывает, что группы людей часто оказываются более правы в принятии решений, чем самые блестящие эксперты. Другими словами, «многие умнее немногих». Он указывает на то, что у экспертов есть предубеждения и слепые пятна, и что существует не такая уж большая корреляция между уверенностью эксперта в своем прогнозе и его точностью. Вы с большей вероятностью (хоть и без гарантии) получите более качественную оценку или решение от группы разнообразных, независимых, мотивированных людей, чем от одного или даже пары экспертов. Другие психологи показали, что постановка оценочного вопроса, а затем опрос большого числа людей о том, каким, по их мнению, будет ответ, и вывод среднего значения из совокупности их ответов, оказывается правильнее результата опроса нескольких экспертов, независимо от того, насколько высококвалифицированной или погруженной в вопрос и информированной является группа.

Группа, толпа, рынок должны быть разнообразными внутри себя. Масса инвесторов черпает информацию из своего опыта и взаимодействия с разношерстным окружением. Фондовые рынки обеспечивают эффективную систему агрегирования. Эта система коллективных суждений работает лучше всего, когда у индивидуумов есть стимул не совершать ошибок. Совокупность инвесторов на фондовом рынке, по сути, представляет собой то, что в социальных науках называют «сложной адаптивной системой». Как отмечал в замечательных эссе рыночный стратег Майкл Мобуссин, один из ключевых уроков сложной адаптивной системы заключается в том, что вы не можете постигнуть целое, складывая части.

Многие люди пытаются понять рынки, разговаривая с экспертами или еще какими-то якобы проницательными инвесторами, но если рынки действительно представляют собой сложную адаптивную систему, то отдельные агенты окажут весьма небольшую или не окажут вообще никакой стоящей помощи в понимании работы или развития рынка. Вот почему я утверждаю, что так важно прислушиваться к рынку. Другими словами, в критические поворотные моменты наблюдайте за тем, что делают рынки, и не обращайте внимания на то, что о происходящем говорят эксперты и комментаторы.

### **Эксперименты, доказывающие мудрость толпы**

В качестве примера работы сложной адаптивной системы Шуровьески рассказывает, как во время знаменитого английского ярмарочного конкурса по определению веса быка, выставленного на продажу, было подано 800 заявок, часть которых была сделана знающими фермерами, но большинство — людьми, не обладавшими никаким опытом. Среднее значение всех предположений в 1197 фунтов не только оказалось почти точно верным (вес составил 1198 фунтов), но и намного превосходило

точностью оценки так называемых экспертов по животноводству. Шуровьески также провел эксперимент с группой из 56 студентов, которым показали банку и спросили, сколько железных бобов в ней находится. Среднее значение по группе составило 871, что было ближе к правильному числу 850, чем все оценки студентов, за исключением одной-единственной.

Шуровьески провел целый ряд подобных экспериментов. В своей книге он рассказывает, как подходил к случайным людям на Таймс-сквер в Нью-Йорке и спрашивал их, сколько железных бобов находится в пластиковой банке, которую он нес, или просил оценить его вес. Прохожие, должно быть, думали, что он спятил. В другой раз, когда он выступал перед аудиторией, он лаконично описал свой кабинет и попросил угадать, сколько книг в нем находится. В каждом случае среднее значение коллективных догадок было очень близко к истине, и это среднее значение оказывалось точнее, чем подавляющее большинство индивидуальных догадок. Он утверждает, что неправильные суждения, которые делают отдельные люди, эффективно нивелируют сами себя, а вам остаются знания, которыми обладает группа. Кстати, чем больше толпа и (как отмечалось ранее) чем более децентрализованной она является, тем надежнее окажется ее решение. Очевидно, что фондовый рынок — это очень большая толпа, и очень децентрализованная.

Манн далее пишет, что литература о «предсказаниях» или «виртуальных» рынках доказывает, что чем больше участников присутствует в конкурсе и чем лучше они информированы, тем больше вероятность того, что средневзвешенное значение их догадок окажется верным. Шуровьески пишет об удивительно успешных результатах электронных рынков Айовы (IEMs), на которых спекулянты делают ставки на исход выборов. «Предсказания», полученные в результате этих ставок, оказались намного более точными, чем те, что были получены у политических экспертов и в результате опросов. Участники ставок на IEM не предсказывают собственное поведение,

а прогнозируют действия избирателей страны. В трех четвертях случаев рыночная цена IEM в день выхода каждого из предвыборных опросов оказывалась точнее, чем результаты опросов.

На последних пяти президентских выборах IEM предсказал процент голосов с абсолютной средней ошибкой, которая была почти на 30% меньше, чем у экспертов. Незадолго до выборов премьер-министра Австралии в 2004 году эксперты говорили, что кандидаты идут слишком близко друг к другу, а австралийский аналог IEM, Centrebet, показал, что Джон Говард уверенно лидирует. И тот с легкостью победил. Превосходные результаты IEM и Centrebet также подтверждают, что прогнозы получаются лучше, когда прогнозисты мотивированы и на кону стоят реальные деньги.

## Групповое мышление и мышление толпы

И Манн, и Шуровьески — оба утверждают, что участники обязательно должны быть максимально разнообразными, а их суждения — никак не связанными друг с другом. Участникам также не должно быть «без разницы». Кроме того, их оценки не должны быть просто случайно брошенными фразами. Участники также не могут сесть и обменяться идеями о том, каким должен быть правильный ответ, чтобы затем, наконец, прийти к консенсусу. Если бы они так поступили, их коллективное суждение превратилось бы в результат группового мышления со всеми его хорошо известными и пагубными чертами. Групповое мышление приводит к принятию решений, разумность которых обычно ниже, чем уровень компетентности индивидумов, из которых состоит группа. Мышление толпы, при грамотном подходе к делу, — совершенно противоположная штука.

Джеймс Монтье\* много и хорошо писал о поведенческих финансах, и он утверждает, что эти выводы верны, но только

---

\* В оригинале ошибочно называемый Джеймс Монитор. — Прим. пер.