

„НОВАТА НОРМАЛНОСТ“ И УРОЦИТЕ ОТ ИСТОРИЯТА НА ПАЗАРА НА АКЦИИ

Димитър Ненков¹
e-mail: dnenkov@unwe.eu

Резюме

Целта на тази научна разработка е да изследва сегашната ситуация на пазара на акции и неговите ценови равнища на фона на историческите спекулативни ценови балони на този пазар. Изследването е развито в контекста на разбирането за т. нар. „нова икономика“, внушаващо т. нар. „нова нормалност“, което е доста широко разпространено през последните около две десетилетия, за да оправдава нетипично високите ценови индекси и пазарни коефициенти на американския пазар на акции. В случая не става въпрос за новите нормалности в резултат на сътресенията предизвикани от сегашната пандемия с COVID-19, която постави началото на съществени трансформации в средата за правене на бизнес.

Водещата хипотеза е, че настоящият пазар на акции в САЩ е просто в поредния ценови балон и никакви фактори и променливи от типа „нова нормалност“ не могат да докажат, че пазарът е правилно оценен. Във връзка с това е направен исторически преглед на по-големите спекулативни балони от по-далечната и от по-новата история на пазара на акции. Анализирани са зараждането, развитието и основните характеристики на тези ценови балони. Една от задачите е да се провери дали някои от характеристиките и погрешните схващания от миналото се повтарят на сегашния пазар на акции. Използвани са съпоставими индикатори като коефициентите „цена-печалба“ (PE). Изследването застъпва също и фундаменталните променливи, понеже се очаква те да диктуват ценовите равнища, а същевременно именно тези фундаментални променливи биват засегнати от вижданията за „новата нормалност“ на пазара на акции. Резултатите сочат, че уроците от историята на пазара на акции като цяло не са научени и на настоящия етап са налице предпоставките за поредния ценови балон.

Ключови думи: пазар на акции, балони на пазара на акции, индекс S&P 500, PE ratios, новата икономика, новата нормалност, оценка на акции

JEL: G11, G12, G15

Увод

След началото на пандемията от COVID-19 терминът „нова нормалност“ се използва доста широко по отношение на световния бизнес, а и в по-широк план. Става въпрос за преосмисляне на редица виждания за организа-

¹ Професор, доктор, катедра „Финанси“, УНСС

ция и ръководене на бизнеса, като например реорганизация във веригата на доставките в глобален план, все по-голямото значение на онлайн търговията и на онлайн бизнеса като цяло, значително разширяване на възможността за работа от разстояние, извън офиса и други от подобен характер. Всички тези неща се очертават като неизбежни нови нормалности, с които бизнесът ще трябва да се съобразява.

Но както стана въпрос, терминът „нова нормалност“ се използва доста по-свободно и по-широко. Същевременно той съвсем не е нов и не произлиза от сегашната пандемична криза. В настоящото изследване „нова нормалност“ се използва в контекста на капиталовите пазари и преди всичко на пазара на акции, така както я разбират от времето на интернет балона от края на 90-те на миналия век и началото на настоящия век насам. Става въпрос за това, че сегашните пазари на акции се развиват в нова среда, в т.ч. добре регулирана, с нови модерни технологии и бизнеси, с много по-добър достъп до информация, с много повече знания за акциите и самите пазари. Лайтмотивът е, че доходността и възможностите за растеж на съвременния етап са доста по-големи, а опасността от бъдещи неприятни сривове на пазара е останала едва ли не в миналото. Термините, които са най-често използвани в този дух, датират още от по-ранни исторически периоди и включват: „новата ера“ (Shiller, 2012), „новият свят“ (Shiller, 2015), „новата икономика“ (Shiller, 2015, Malkiel, 2015). Общото между всички тези термини е, че те са ставали модерни все по време на големи спекулативни балони на пазарите на акции. Истината е, че те са били използвани като основен аргумент за това, че цените на акциите ще продължат да вървят само нагоре, че рискът от провал на инвестициите е нищожен, че при новите условия е нормално стойностите на някои основни индикатори да са различни от средноисторическите им стойности. Разбирането накратко е, че „този път е различно“ (Shiller, 2012), „вече е налице нова нормалност“. Разбира се, след спукването на поредния балон, всички тези „новости“ бързо са били забравяни.

Това е контекстът, в който ще бъдат третираны разбиранията относно „новата нормалност“, като основният въпрос е доколко индикаторите за действително наличие на подобна „нова нормалност“ се потвърждават на настоящия етап. В тази връзка е особено полезно да се обърнем към историята на пазарите на акции и по-специално към историята на финансовите балони, за да се видят поуците от тях.

Същност на финансовите балони

Дефиницията на нобеловия лауреат по икономика за 2013 г. Робърт Шилер за *спекулативен балон* (speculative bubble) е както следва: „Аз определям един спекулативен балон като ситуация, в която новината за нарастването на

цената предизвиква ентузиазма на инвеститорите, който се разпространява чрез психологическа зараза от човек на човек и в рамките на този процес засилва всякакви истории, които биха могли да оправдаят по-нататъшно нарастване на цената и въвлича все по-големи класове от инвеститори, които, независимо от съмненията относно реалната стойност на инвестицията, са привлечени към нея отчасти поради завист към успеха на другите и отчасти поради вълнението на комарджията“ (Shiller, 2012). Като психологическа база на спекулативния балон той определя т. нар. „неразумен оптимизъм“ или „ирационално въодушевление“ (the irrational exuberance), термин, станал популярен от една реч на бившия Председател на Федералния резерв на САЩ Алън Грийнспан от 1996 г. Неслучайно Шилер избира този термин за заглавие на книгата си посветена на анализа на капиталовите пазари. Според Шилер *ирационално въодушевление* (irrational exuberance) се оказва много подходящ термин за описване на това, което се случва на пазарите, когато излязат от релси. Затова и речта на Грийнспан, в която се споменава за *ирационално въодушевление*, идва през 1996 г. – по време на най-големия исторически пример за спекулативен подем на американския пазар на акции преди 2015 г., когато излиза поредното издание на „Irrational Exuberance“. През годините тези думи са се превърнали в подходящо наименование на социалния феномен, който наблюдателните хора са виждали със собствените си очи през 90-те години на миналия век и който се е проявявал многократно в исторически план тогава, когато пазарите са били надуты до необикновено високи и неустойчиви нива под влиянието на пазарната психология (Shiller, 2015).

Терминът „спекулативен балон“ често се използва и прилага небрежно. Думата балон по отношение на капиталовите пазари за първи става популярна по време на т. нар. „Балон на Мисисипи“ (Mississippi Bubble) на Европейските пазари на акции, който приключва през 1720 г. Шилер добавя още, че според него „спекулативният балон е особен вид мода или социална епидемия, която редовно се среща на спекулативните пазари: не дива оргия на заблуди, а естествена последица от принципите на социалната психология, съчетана с несвършени новинарски медии и информационни канали“ (Shiller, 2015).

Спекулативни балони и Понзи схеми (финансови пирамиди)

Доста често се търсят аналогии между спекулативните балони на пазара на акции и т. нар. *Понзи схеми*, известни при нас повече като *финансови пирамиди*. Някои специалисти дори са склонни да ги отъждествяват.

При Понзи схемата (финансовата пирамида) нейният създател и мениджър обещава големи печалби на инвеститорите като инвестира техните

пари. Но в действителност малка или никаква част от средствата на тези вложители се насочват в някакви истински активи, носещи доход. Вместо това мениджърът на схемата изплаща значителни „печалби“ на първоначалните инвеститори, използвайки постъпленията от следващите инвеститори, на следващите инвеститори изплаща печалби, използвайки постъпленията от по-следващите инвеститори и т.н. Схемата е доста примамлива, като всяка следваща група инвеститори е по-голяма от предходната, привлечени от разказите за нетипично високи печалби на по-ранните участници в схемата. Така се оформя пирамидата и тя работи докато измамата излезе наяве.

Процесът, който генерира спекулативен бум на пазара, е в някаква степен аналогичен на този при Понзи схемите. И при пазарните балони има дейности, изрично насочени към това да заблуждават хората, съзнателни опити за експлоатиране на грешките в мисленето на обикновените инвеститори. Нерядко, за да има ефект от това, се стига и до нарушаване на закона. Но като се има предвид мудността на правораздаването, извършителите на тези схеми често продължават с измамата години наред. Това също е част от процеса и на спекулативния балон.

Стойността на финансовите инвестиции зависи в решаваща степен от очакванията за близкото и по-далечно бъдеще, нещо което не се вижда ясно към настоящия момент. Именно това дава големи възможности за обработване на съзнанието и за манипулиране на инвеститорите, посредством красиви истории за предстоящи пробиви и впечатляващи успехи на една или друга компания на пазара.

На базата на казаното по-горе доста специалисти са склонни да приемат спекулативните балони на пазарите на акции като един вид „естествено случващи се Понзи схеми (финансови пирамиди)“, които се издигат от време на време. Тях не ги е организирил някой мениджър-измамник, който измисля фалшиви истории и умишлено заблуждава инвеститорите на съвкупния фондов пазар, но независимо от това историите за пазара са навсякъде. Когато цените на акциите се покачат няколко пъти поред, инвеститорите биват последователно възнаграждавани от ценовите движения на пазара, също както това става при Понзи схемите. Същевременно има твърде много хора (в т.ч. брокери, инвестиционни банкери, индустрията на взаимните фондове като цяло и т.н.), които печелят от наличието на оптимистични истории за пазара, които водят до по-нататъшно покачване на цените и индексите. Не е необходимо тези истории да са непременно лъжливи, достатъчно е те да акцентират на положителните новини и да обръщат по-малко внимание на негативните (Shiller, 2015). С други думи, основната разлика при спекулативните балони спрямо пирамидите е, че при тях няма директна манипулация от конкретен режисьор. При тях красивите приказки, които тласкат

цените нагоре, възникват и се разпространяват по естествен път и само се засилват от определени заинтересовани страни.

Най-странното е, че всички тези балони на пазара на акции от по-ново време – през последните няколко десетилетия, се случваха въпреки присъствието и действието на сериозни институции и професионалисти, от които нормално се очакваше да са в състояние да ги идентифицират и предотвратяват.

Не са необходими големи усилия да бъдат убедени хората по отношение на опасностите и пораженията, които носят финансовите балони. В този смисъл някои автори говорят за мрачните последици от нелепостите на „балонния пазар“ (Greenwald et al, 2001). Както казва Бенджамин Греъм, спекулирането на пазара на акции може да е не само вълнуващо, но и да ви донесе сериозни печалби, ако имате късмет – също както при конните надбягвания или в казиното. Но това е възможно най-лошият начин да се опитвате да забогатеете. Така е, защото Уол Стрийт, както и Лас Вегас, и конните надбягвания, са калибрирали шансовете по такъв начин, че „банката“ („къщата“) винаги излиза печеливша накрая, като надделява над всеки, който се е опитал да я бие в собствената ѝ спекулативна игра (Graham, 2006).

Преди да се разгледат отделните примери на спекулативни балони на пазарите на акции в миналото, би било полезно да се обърне още малко внимание на това, което подхранва отвътре формирането на тези балони. Според Бъртън Малкиел професионалистите на пазара и инвеститорската общност като цяло, стъпват на един от следните **два подхода** при оценката на активи: *теорията на твърдата основа* (the firm-foundation theory) или *теорията на въздушните замъци /кули/* (the castle-in-the-air theory). Милиони или по-скоро милиарди долари са били спечелвани и загубвани на базата на тези две теории. Още по-интересно е, че тези две теории са един вид взаимно изключващи се. Познаването на тези два подхода/теории е съществено при вземането на решения за инвестиране. Това същевременно е важна предпоставка за предпазване от сериозни финансови загуби (Malkiel, 2015).

Теорията на твърдата основа (the firm-foundation theory) приема, че всеки инвестиционен инструмент, независимо дали е обикновена акция или дял от недвижим имот, има твърда котва към нещо, наречено вътрешна стойност, която може да бъде определена чрез внимателен анализ на настоящите условия и на бъдещите перспективи. Когато пазарните цени паднат под (или се вдигнат над) тази твърда основа с вътрешна стойност, се отваря възможност за покупка (или за продажба), понеже се очаква колебанията да бъдат коригирани впоследствие, поне съгласно теорията. Така инвестирането се свежда в крайна сметка до сравняване на текущата цена на актива с неговата здрава основа на стойността (т.е. с вътрешната му стойност) (Malkiel, 2015).

Важен момент в тази теория е, че вътрешната стойност на една акция трябва да се основава на потока от доходи, които фирмата ще може в бъдеще да разпредели под формата на дивиденди. Това означава, че колкото по-високи са сегашните дивиденди и техният бъдещ растеж, толкова по-висока е стойността на акцията. Тук изпъква един от проблемните аспекти на *теорията на твърдата основа* – необходимостта от прогнозиране на бъдещите доходи и дивиденди. Много важно е анализаторите на акции да могат коректно да определят растежа на доходите, както и неговата продължителност, което е доста трудно. В този смисъл вътрешната стойност като основа може и да се окаже не толкова надеждна, колкото ѝ се приписва (Malkiel, 2015).

Теорията на въздушните замъци /кули/ (the castle-in-the-air theory) се фокусира върху психически ценности. Тази теория е изложена най-ясно от прочутия икономист Джон Мейнард Кейнс през 1936 г. Според него професионалните инвеститори предпочитат да насочват усилията си не в определянето на вътрешната стойност, а по-скоро в анализирането на това какво ще е поведението на тълпата от инвеститори в бъдеще и как в периоди на оптимизъм те са склонни да превръщат надеждите си във въздушни замъци. Успешният инвеститор се опитва да победи на пазара, като преценява кои инвестиционни ситуации са най-податливи на процеса на публично строене на въздушни замъци и тогава купува преди тълпата. Именно тази теория в най-голяма степен обяснява движещите сили на спекулативните балони.

Съгласно тази теория всяка цена на купуване е оправдана след като има други, които са склонни да платят за същата акция по-висока цена от нея. Всичко, което разумният инвеститор трябва да направи в такава среда, е да се включи в началото. Според Малкиел тази теория съвсем основателно може да бъде наречена също „*теория на по-големия глупак*“. Няма проблем в това да платите за нещо цена три пъти по-висока от неговата стойност, след като по-късно можете да намерите някой заблуден да плати за същото нещо цена, която е пет пъти по-висока (Malkiel, 2015).

История на ценовите балони на пазара на акции

Кратък преглед на балоните от по-далечното минало

Лудостта по луковиците на лалета

Почти винаги представянето на финансовите балони започва с т. нар. „*лудост по луковиците на лалета*“. Този балон специално не е на пазара на акции, но характеристиките му са аналогични. Според Бъртън Малкиел, това е един от най-зрелищните примери за масова мания по бързо забогатяване, обхванала цяла една нация. Историята е от първата половина на 17-ти

век и започва с внасянето в Холандия на луковици на лалета от млад професор по ботаника в самия край на 16-ти век. Лалетата много се харесали на местните хора и намерили широк прием в техните цветни градини. Те са били същевременно много скъпи. Голяма част от лалетата впоследствие са били засегнати от вирус, известен като „мозайка“. Вирусът причинил образуването на контрастни цветни ивици, станали популярни под наименованието „пламъци“. Хората оценявали много високо тези инфектирани луковици, наричани „странни“. Скоро станало така, че колкото по-странна е една луковица, толкова по-скъп актив за собственика си се е оказвала тя (Malkiel, 2015).

Така се развила първоначално манията по луковиците на лалета. Търговците на луковици се опитвали да познаят кой от пъстрите варианти ще е най-желан и търсен през следващата година, т.е. кой ще е на мода. Така те се запасявали с по-големи количества луковици от съответния вид в очакване цената му да се повиши. В резултат цените на луковиците на лалета започнали да нарастват с бърз темп. Колкото по-скъпи са ставали те, толкова повече хора започвали да ги възприемат като обещаващи инвестиции. Накрая в това инвестиране се включили на практика всички, които могли да си го позволят.

Хората, които мислели, че цените са се вдигнали прекалено и няма как да вървят по-нагоре, гледали със завист как техните приятели и роднини реализират огромни печалби. Трудно е било да издържат на изкушението да се присъединят. В разгара на балона хората започнали да разменят лично имущество като земя, бижута и обзавеждане, за да получат луковици, които да ги направят по-богати. От един момент нататък на базата на луковиците започнали да продават дори кол опции, което допълнително разширило възможностите за участие на пазара.

В крайна сметка цените на луковиците достигнали толкова високи нива, че някои хора решили, че е разумно да продадат своите луковици. Скоро били последвани от други и така спадането на балона започнало като набирало все по-голяма скорост. За нула време настанала и паника на пазара. Цените продължавали да падат и слезли толкова ниско, че повечето от луковиците станали почти безполезни и се продавали на цената на обикновен лук (Malkiel, 2015).

Балон „Южното море“ (South Sea Bubble) и балон „Мисисипи“ (Mississippi Bubble)

Балонът на Южното море (South Sea Bubble) се е случил във време, когато британците са разполагали с големи спестявания, а възможностите им за инвестиране са били силно ограничени. Както казва Малкиел, тогава

„британците са били узрели да изхвърлят пари“ (Malkiel, 2015). Компания „Южното море“ (The South Sea Company) е била създадена през 1711 г. с цел да възстанови вярата в способността на правителството да посрещне финансовите си задължения. Компанията поела правителствен дълг в размер на 10 милиона паунда. Като награда за това, тя получила монополни права върху търговията в Южните морета. Хората вярвали, че тази търговия може да донесе несметни богатства и гледали на акциите на компанията много благосклонно.

Директорите на компанията обаче нямали никакъв опит в търговията с Южна Америка. Начинанията на компанията не се оказали печеливши, отчасти поради слабо ръководство на търговията, отчасти поради войната с Испания. За сметка на това директорите на компания „Южното море“ се оказали много добри в изкуството да промотират нейните акции пред инвестиционната публика. Наели внушителна сграда в Лондон, обзаведена още по-внушително, така че да въздействат на потенциалните купувачи на акции. Междувременно очакваният мир с Испания и изгледите за засилване на търговията с Южна Америка, се използвали за по-нататъшно промотиране на компанията. През 1720 г. директорите решили да се възползват от набраната репутация като предложили компанията да финансира целия държавен дълг, възлизащ на 31 милиона паунда. Това се възприело много възторжено от обществеността и когато проектозаконът бил внесен в Парламента, цените на акциите скочили от 130 паунда на 300 паунда. На 12 април 1720 г., няколко дни след като проектозаконът станал закон, компания „Южното море“ пунала нова емисия акции по цена 300 паунда на акция. Дори кралят не устоял и закупил акции на обща стойност 100 000 паунда. Апетитът бил толкова голям, че компанията трябвало да пусне и следваща емисия, този път по 400 паунда на акция. Само за месец акциите поскъпнали на 550 паунда. Още една емисия последвала през юни – акциите скочили на 800 паунда. Половината представители в Камарата на лордовете и повече от половината представители в Камарата на общините също закупили акции. Цената се вдигнала до 1000 паунда на акция. Спекулативната лудост вече била в разгара си (Malkiel, 2015).

Както се вижда, в балона е имало достатъчно пробойни от самото начало, но дълго време те не се оказали достатъчни да убият спекулативния ентузиазъм. Все пак, през август 1720 г. се случило нещо достатъчно значимо да пробие голяма дупка в компанията-балон, наречена „Южното море“. След като видели, че цената на акциите няма никаква връзка с действителните перспективи пред компанията, нейните директори и служители продали своите акции. Новината за това скоро изтекла, както обикновено става и цената на акциите отбелязала първоначалния си спад. За кратко време след

това цената се сринала изцяло и настъпила паника. В тази пазарна истерия пострадал финансово и великият учен-физик Сър Исак Нютон (Carswell, 1960).

Стигнало се дотам, че за да не допусне подобни мащабни злоупотреби в бъдеще, Парламентът издал т. нар. „Закон за балоните“ (The Bubble Act), който забранявал на компаниите да издават сертификати за акции. В продължение на повече от век, докато този закон бил отменен през 1825 г., на британския пазар е имало сравнително малко сертификати.

Във времето на балона „Южното море“, от другата страна на Ламанша – във Франция, се вихрел друг, още по-стар балон – балонът „Мисисипи“ (The Mississippi Bubble). Както стана въпрос по-горе, според Робърт Шилер, за пръв път терминът „спекулативен балон“ е бил използван именно във връзка с балона „Мисисипи“ (Shiller, 2015). Доста преди това изпратеният в изгнание англичанин Джон Лоу придобил изоставен концерн, наречен Компания Мисисипи (the Mississippi Company) и на тази основа започнал да изгражда конгломерат, който се превърнал в едно от най-големите капиталови предприятия, съществували някога. И няма как да е било иначе, при положение, че той успял да привлече спекуланти (и техните пари) от цяла континентална Европа. Не случайно по това време била измислена и думата „милионер“. Цената на акциите на „Мисисипи“ се покачила от 100 паунда на 2000 паунда в рамките само на две години, въпреки че не е имало никаква логична причина за това. Точно това провокирало създаването на компания „Южното море“ от английска страна – като контрапункт и конкурент на френската „Мисисипи“. Англичаните не искали да влагат парите си във френски балон. Макар и започнал по-рано, балонът „Мисисипи“ се спукал горе долу по същото време, когато и балонът „Южното море“ – през 1720 г. (Shiller, 2015). Цените на акциите на конгломерата „Мисисипи“ се сринали до нищожни стойности.

Оказва се, че тези два огромни спекулативни балона на пазара на акции не са били единствените по онова време. Те съвсем не били достатъчни да удовлетворят апетита за купуване на акции от страна на големия брой глупаци, които искали да се разделят с парите си. Инвеститорите търсели и други нови начинания, в които да се включат. Ако трябва да се направи аналогия с нашето време, както сега спекулантите търсят следващата „Гугъл“, следващата „Амазон“ или следващата „Тесла“, така и в началото на 18-ти век в Англия те търсели следващата компания „Южното море“. Появили се всякакви нови финансови предложения – близо сто проекта, кой от кой по-екстравагантни и измамни. Всички те обещавали огромни печалби. Разбираемо, те завършили по начин, не много различен от описаните два големи балона (Malkiel, 2015).

Балонът преди Голямата депресия

Повечето хора са склонни да отдават развитието на горните балони от 16-ти и 17-ти век на липсата на достатъчно дълга история, опит и наука в областта на капиталовите пазари и т.н. Често се отнасят към тези събития с насмешка и ирония. Преобладаващото виждане на пазара е, че подобни неща не могат да се случват в наши дни, или поне не в такива мащаби.

Едно от най-големите опровержения на подобно схващане идва в първата половина на 20-ти век, когато редица пазари на акции вече имат сериозна история зад гърба си и немалка част от икономическата наука е била посветена именно на тези пазари. Както казва Бъртън Малкиел, през 20-те години на 20-ти век идва ред на Америка да се прояви, предвид че е страна на неограничените възможности. Характерна с фокуса си върху свободата и растежа, тя сътвори един от най-грандиозните бумове и най-силните сринове, които цивилизацията познава. Този период е бил много благоприятен за развихрянето на спекулативна лудост, понеже страната по това време е била в период на просперитет (Malkiel, 2015).

През 1928 г. спекулирането на пазара на акции се превърнало в национално забавление. За периода от началото на март 1928 г. до началото на септември 1929 г. (година и половина) нарастването на пазара в процентно отношение достигнало това за целия период от 1923 до началото на 1928 г. Купуването на акции на маржин (на кредит) нараснало от \$1 млрд. долара до близо \$9 млрд. долара през 1929 г. Броят на притежателите на акции на маржин (на кредит) е бил само около 1 милион, но спекулативният дух бил широко разпространен и с висока интензивност. Процесът е бил сериозно стимулиран от множество случаи на безскрупулно манипулиране на пазара на акции (включително чрез т. нар. инвестиционни пулове) и от достатъчно „разказвачи“ на истории, помагачи на инвеститорската общност да изграждат въздушни замъци в съзнанието си (Malkiel, 2015).

На 3 септември 1929 г. пазарът достигнал връх, който нямало да бъде преодолян през следващия четвърт век. По това време коефициентът „цена-печалба“ (PE) достигнал впечатляващо високата стойност (поне за тогавашните представи) от 32,6 (Shiller, 2015).

Междувременно общата бизнес активност вече била намаляла от няколко месеца. Цените се понижали на следващия ден, а на по-следващия – 5 септември, пазарът претърпял рязък спад, станал известен като „Сривът на Бабсън“ (the “Babson Break”) (Malkiel, 2015).

Все пак до понеделник, 21 октомври, по думите на Бъртън Малкиел, „сцената била подготвена за класически срив на фондовия пазар“ (Malkiel, 2015). Спадът в цените на акциите довел до това кредиторите да поискат допълнително обезпечение от клиентите, които са държали акции на мар-

жин (на кредит). Тези клиенти се принудили да продадат акциите си. Това допълнително натиснало цените надолу и довело до нови искания за допълнителни обезпечения, а оттам и до нова вълна от разпродажби.

Така се стигнало до „Черния четвъртък“ – 24 октомври 1929 г. Обемът на изтъргуваните акции достигнал почти 13 милиона броя. Като най-катастрофален ден за Ню Йоркската фондова борса се сочи 29 октомври 1929 г. („Черният вторник“), когато са били продадени 16,4 милиона акции, а паниката била изключително висока. Мнозинството от основните компании на борсата, т. нар. „сини чипове“, загубили 95% и повече от пазарната си капитализация при достигането на дъното през 1932 г. Този срив на пазара на акции е бил последван от най-разрушителната депресия в историята (Malkiel, 2015).

Пазарни балони от близкото минало

Спекулативни балони от 1960-те до 1980-те

След огромните загуби от краха през 1929 г. и последвалата небивало тежка и продължителна депресия през 30-те години на миналия век, логично е да се очаква много по-консервативно, по-разумно поведение от страна на инвеститорите на фондовия пазар през следващите десетилетия. Затова е интересно да се види какво се случва на пазара в по-ново време, през годините от втората половина на миналия век, които са много по-близко до настоящето. След тази обица на ухото от периода 1929 – 1932 г., би трябвало теорията на твърдата основа (на вътрешната стойност) да диктува събитията. Това, което предстои да бъде представено обаче, показва по-скоро обратното. Т.е. независимо от болезнените уроци на историята, *теорията на въздушните замъци (кули)* продължава да привлича милиони инвеститори с очаквания за огромни печалби и бързо забогатяване.

Различни нови инвестиционни възможности на пазара идват на мода през различните подпериоди в рамките на този период, в т.ч.:

- Нови емисии на „акции на растежа“ (growth stocks);
- Конгломератни акции;
- Концептуални акции (concept stocks);
- Сини чипове (blue chips), (one-decision stocks, nifty-fifty), /акции на единственото решение/;
- Новите емисии отново на мода – на базата на биотехнологичните фирми.

Новите емисии на „акции на растежа“

Новите емисии на хитови „акции на растежа“ се оказват в основата на поредица нови спекулативни балони. През периода 1959 – 1962 г. има повече нови емисии на акции, отколкото когато и да било в историята. Новата

магическа дума по това време е „растеж“ (growth). Едни от любимите компании на растежа са IBM и Texas Instruments – през 1959 г. те се продават при коефициент „цена-печалба“ (PE) над 80 (Malkiel, 2015).

Голямата поредица от емисии през този период е в отговор на неутолимата жажда на инвеститорите за т. нар. „акции от космическата ера“. Тази мания по новите емисии си съперничи с балона „Южното море“ както по интензитет, така и по разкритите измамни практики. Това става известно като „троникс бум-а“, понеже емисиите често имат в наименованието си някакъв изкривен вариант на думата „електроникс“. Купувачите на тези акции не се интересували особено какво правят съответните компании-емитенти, достатъчно било те да звучат „електронно“. „Троникс“ бумът се приземява още през 1962 г. След десетина години акциите на тези компании не стрували почти нищо.

Хитът на конгломератните акции

Както стана ясно, при „троникс“ бума водещата притегателна сила е очакваният висок растеж на печалбите на фирми от определени бизнеси, а оттам и на цените на техните акции. Не винаги обаче окончанието „троникс“ в името на съответната компания се е оказвало достатъчно. Какво се случва, ако растежът на печалбата на една акция (earnings per share – EPS) не е достатъчно привлекателен или изобщо липсва? Тогава идва ред на финансовия инженеринг (в широкия му смисъл), който се използва за „произвеждането“ на такъв растеж или по-точно казано – за симулирането на растеж. Както казва Малкиел, „ако на финансовия пазар има търсене на някакъв продукт, то такъв непременно се създава. Продуктът, който всички инвеститори са искали, е растеж на EPS“. И разбира се, към средата на 60-те години на 20-ти век се намерили изобретателни предприемачи, които предлагали създаването на „растеж“ чрез синергия (Malkiel, 2015).

Това се осъществявало посредством конгломератни сливания и продобивания на публични компании. При конгломератните сливания между двете компании обикновено няма никаква секторна връзка. Едната може да е в производството на електроника, а другата от хранително-вкусовата промишленост. В основата на това „производство“ на растеж на печалбата на една акция (EPS) е било придобиването на компании от други сектори, чиито акции се търгували при значително по-ниски коефициенти „цена-печалба“ (PE). В резултат на тези сливания, във финансовите отчети се показвала по-висока печалба на една акция, дори когато нито една от двете фирми не реализира такъв растеж, нито пък самото сливане водело до увеличаване на общата печалба.

Това е по същество една пирамида, но доста елегантна пирамида. Механизмът работи дотогава, докогато съществува възможност за сливания с

подобен ефект. Както при всяка пирамида, печелят тези, които се включат в началото. Дори професионалните инвеститори се хванали на това хоро и го играли няколко години, стъпвайки вероятно на теорията на въздушните кули, съгласно която се очаквало да има достатъчно други глупаци, които да купуват на още по-високи цени. Разбира се, целият този процес бил гарниран с поредните нови „вълшебни“ фрази, с които обяснявали успеха, като например: „пазарни матрици“, „опорни точки на новата технология“, „модулни градивни елементи“, „ядрената теория на растежа“. На практика никой на Уол Стрийт не разбирал какво означават тези неща, но всички имали приятното усещане, че са в технологичния мейнстрийм (Malkiel, 2015).

Един показателен пример в това отношение е Automatic Sprinkler Corporation (A-T-O, Inc.). Между 1963 и 1968 г. продажбите на компанията нараснали с повече от 1400%, в резултат единствено на придобивания. Дори през 1967 г., в рамките само на 25 дни били осъществени 4 сливания. Пазарът реагирал бурно на този изобретен „растеж“ и коефициентът PE надхвърлил 50. Цената нараснала от 8 долара на акция през 1963 г. до над 73 долара през 1967 г. (Malkiel, 2015).

Скоро и тези конгломератни балони започнали да изпускат въздух и последвала вълна от разпродажби, а цената им спаднала с около 40%. Това обаче не било всичко. По това време Федералната комисия по търговията обявила, че ще разследва из основи конгломератните сливания, което довело до окончателно сриване на цените на тези акции.

Балонът на концептуалните акции

След като конгломератите започнали да се разпаднат, мениджърите на инвестиционни фондове имали нужда от нов „хит“ на пазара, към който да насочат управляваните от тях средства. Нуждаели се и от нови вълшебни думички, които да привличат вниманието на инвеститорите. Мениджърите на фондове винаги са търсили за своите портфейли акции, чиито цени вървят нагоре по-бързо от тези на портфейлите на другите фондове. А това са били преди всичко акциите, които са излизали на мода през съответния период и са отговаряли на поредната вълшебна думичка или фраза. За т. нар. „концептуални“ акции тази дума била „performance“ (представяне, изпълнение, производителност). Така в края на 60-те „пърформънс“ инвестирането завладяло Уол Стрийт, като, разбира се, съответните акции отново се по-качвали на базата на теорията на въздушните замъци. Една от характерните особености на тези балони била, че при тях водещи определено са били институционалните инвеститори, начело с мениджърите на инвестиционни фондове: поредното доказателство за това, че институционалните инвеститори са не по-малко податливи на строенето на въздушни кули, отколкото

обикновените индивидуални инвеститори. Най-нашумелите „пърформънс“ акции се търгували при коефициенти PE от плюс безкрайност (∞), понеже нямали почти никаква печалба. През 1970 г. цената се сринала до няколко цента, а загубата на пазарна капитализация спрямо върховите стойности стигнала цели 99% (Malkiel, 2015).

Сини чипове (blue chips) (великолепните петдесет (nifty-fifty), акции на единственото решение (one-decision stocks))

След като поредните модерни акции регистрирали и спукали поредния балон, професионалните мениджъри „прозрели“, че е време да се върнат към здравите принципи на инвестиране. Акции, които съвсем естествено отговаряли на подобни изисквания били т. нар. „сини чипове“ – около 50 компании с висока капитализация, стабилни и с висока репутация. Тук влизали добре познати имена, като: IBM, Xerox, Avon Products, Kodak, McDonald's, Polaroid, Disney и др. от този тип. Нарекли ги „изящните петдесет“ (the Nifty Fifty). Едно от предимствата на тези големи компании е било, че давали възможност една институция да закупи големи позиции, без това да се отразява видимо на пазара. Друго предимство било, че те се отличавали със стабилен, доказан растеж. Възприемали ги като акции, които не трябва да се продават. Оттук и наименованието им „акции на единственото решение“ (“one decision” stocks) – едно решение по закупуването им (Malkiel, 2015).

Дори и всички тези признаци на стабилност обаче, не успели да опазят сините чипове от спекулациите и лудостта на пазара. През 1972 г. акциите на показаните компании се продавали по много високи коефициенти „цена-печалба“ (PE) – от порядъка на 80-90. Институционалните мениджъри безгрижно пренебрегнали факта, че никоя голяма компания не може да расте достатъчно бързо, че да оправдае коефициент „цена-печалба“ (PE) от 80 или 90. И балонът на сините чипове свършил като другите преди него. Към 1980 г. коефициентите PE на същите компании вече придобили много по-логични нива – близки до средните исторически стойности. Същите мениджъри на фондове, които се прехласвали по същите тези акции, в един момент решили, че те са надценени и взели второто решение – да продават. Цените се сринали и сините чипове съвсем излезли от мода (Malkiel, 2015).

Балон на биотехнологичните акции

През 80-те години на 20-ти век отново на мода излезли новите емисии. Това, което са представлявали „електроникс“ акциите през 60-те години, сега били акциите на фирмите от новите области на биотехнологиите и микроелектрониката. Общата стойност на новите емисии на акции (IPOs) само

през 1983 г. била по-голяма от тази на емисиите през цялото предхождащо десетилетие.

В същото това време революцията в биотехнологиите била сравнявана с тази в компютърната област и всичко това намерило отражение в цените на техните акции. Един показателен пример е компанията Генентех (Genentech), която се появила на пазара на акции през 1980 г. Търсенето било толкова голямо, че още в рамките на първите двадесет минути на търговия цената на нейните акции нараснала три пъти. По подобен начин били преследвани от инвеститорите и акциите на много други биотехнологични компании.

Цените на биотехнологичните акции достигнали непознати дотогава високи равнища. Докато при спекулативните балони от 60-те акциите се продавали по коефициенти „цена-печалба“ (PE) от порядъка на 50, то през 80-те акциите на биотехнологичните компании се продавали по коефициенти „цена-продажби“ (price-to-sales – PS) от порядъка на 50. Интересното в случая е, че нормалните коефициенти PS по принцип би следвало да са около 10 пъти по-малки числа от коефициентите PE. Основната причина за изобретяването на тези нови за времето си коефициенти PS била, че новите хитови компании нямали все още печалби, което правело невъзможно използването на познатите коефициенти PE. Нещо повече, при по-голямата част от тези компании печалби не се и очаквали за следващите няколко години. Оптимистично настроените анализатори на Уол Стрийт намерили начин да „обосноват“ използването на тези нови коефициенти, респективно начини за оценяването на компании, които все още нямат печалби и имат незначителни продажби.

Към края на 80-те обаче, биотехнологичните акции загубили около две трети от пазарната си стойност. Това доказва, че дори истинските технологични революции не носят гарантирани ползи за инвеститорите (Malkiel, 2015).

Балонът на японския пазар на акции

Един от най-впечатляващите балони е този на пазарите на акции и на недвижими имоти в Япония от втората половина на 20-ти век. От 1955 г. до 1990 г. стойността на недвижимите имоти в Япония нараснала повече от 75 пъти. Така към 1990 г. общата им стойност станала около пет пъти по-висока от общата стойност на недвижимите имоти в САЩ, независимо, че Япония е значително по-малка като територия. За да не остане по-назад и пазарът на акции надул не по-малък спекулативен балон. Цените на акциите нараснали 100 пъти от 1955 г. до 1990 г. По време на своя пик в края на декември 1989 г. индексът Nikkei 225 достига 38 957 пункта (на 29 декември) (Ненков, 2007). Общата пазарна стойност на японските акции достигнала около 4 трилиона

американски долара, около 1.5 пъти стойността на всички американски акции и около 45% от общата пазарна капитализация на акциите в световен мащаб. Японските акции по това време се продавали по коефициенти „цена-печалба“ (PE) от порядъка на 60, коефициенти „цена-счетоводна стойност“ (PBV) от около 5 и коефициенти „цена-дивидент“ (P/Div) около 200 (Malkiel, 2015). За много от компаниите коефициентите достигали и много по-високи равнища. За сравнение, по същото време американските акции се продавали по PE от около 15, а британските по PE от 12 (Massasuke, 1996). Анализаторите на японския пазар на акции намирали всякакви аргументи в подкрепа на тези нереално високи стойности, като например твърде високите амортизационни отчисления и ниските лихвени процента по това време в Япония. Същите тези специалисти не виждали никаква опасност в това, че цените на акциите надвишавали 5 пъти активите (нетните активи) на компаниите. Те имали обяснение и за това, а именно, че балансовата (счетоводната) стойност не отразявала изключително високата стойност на земята, която притежавали компаниите. Истината е, че нито едно от горните обяснения не би могло да оправдае нелогично високите цени на акциите.

В един момент Японската централна банка видяла задаваща се инфлация, инспирирана в частност от лудостта на кредитния пазар и бума на ликвидността, които допълнително надували цените на земята и на акциите. Затова Централната банка предприела стъпки за ограничаване на кредитирането и за покачване на лихвените проценти. Надеждата била, че това ще възпре по-нататъшното покачване на цените на недвижимите имоти и ще помогне за успокояване на пазара на акции (Malkiel, 2015).

Пазарът на акции обаче не се успокоил, той направо рухнал. Сливът бил почти толкова екстремен, колкото този на американския пазар от периода 1929 – 1932 г. Индексът Nikkei 225 слязъл от почти 40 000 пункта през последния ден на търговия на 1989 г. до едва 14 309 към средата на август 1992 г. – спад от около 63%. За сравнение индексът DJIA слязъл с 66% от декември 1929 г. до лятото на 1932 г. (период със същата продължителност), макар че спадът е бил над 80% от неговите септемврийски нива на 1929 г. Тридесет и две години след балона – до 2021 г., индексът Nikkei 225 продължава да е далеч от това да достигне върховата си стойност от края на 1989 г., възлизаща на 38 957 (Massasuke, 1996).

Интернет балонът на пазара на акции в САЩ от 1990-те години и началото на 21 век

Колкото и големи да са негативните последици от спекулативните балони от 60-те до края на 80-те години, те не могат да се сравняват с разрушителния ефект, който имат последните два големи балона – този от края на 90-те

и началото на настоящия век и балонът на недвижимите имоти от първото десетилетие на настоящия век. Спукването на първия – интернет балона, доведе до „изпаряването“ на 8 трилиона стойност от пазара на акции. Вторият балон – на недвижимите имоти в САЩ, почти успя да събори цялата световна икономика и причини продължителна рецесия в глобален мащаб. Както казва Бъртън Малкиел, сравняването на всеки от тези два балона с балона на луковиците на лалетата, би било нечестно спрямо цветята (Malkiel, 2015). Тези два балона са особено интересни за анализа на сегашните пазари на акции както поради това, че са съвсем пресни, от най-новата история на пазарите, така и поради техния мащаб и отражението, което имаха върху световната икономика.

От разгледаните балони дотук стана ясно, че повечето от тях са свързани с някаква *нова технология* (като например при „троникс“ акциите и биотехнологичните акции) или с *нови бизнес възможности* (каквито били очакванията към компания „Южното море“). При интернет балона ги имаше и двете неща накуп: по това време интернет беше съвсем нова технология, която същевременно предлагаше нови бизнес възможности, обещаващи революция в начина на събиране на информация и в покупките на стоки и услуги. Тези очаквания от интернет породиха най-мащабното създаване и най-мащабното унищожаване на богатство на фондовия пазар за всички времена (Malkiel, 2015).

Както и при предишните балони, доста високо уважавани фирми от Уол Стрийт се присъединиха към строенето на въздушни кули и помпането на горещ въздух в този нов балон. Всеки, който изразяваше съмнения в потенциала на тази т. нар. „нова икономика“, с нейните „нови нормалности“, беше възприеман за безнадеждно неориентиран в ситуацията. В разгара на балона такива критики почти не се намираха. Индексът NASDAQ, който основно представляваше високотехнологичните компании от „новата икономика“, нарасна три пъти от края на 1998 г. до март 2000 г. Коефициентите PE на акциите в индекса се покачиха над 100.

За пореден път широко се прилагаше подходът с преименуване на съществуващи компании, за да са в такт с „новата икономика“, да звучат модерно и да се подпомогне процесът на изграждане на въздушни замъци. Както през 60-те години добавяли „троникс“ към името, така през 90-те години добавяха „дот.ком“, „дотнет“, „интернет“ и т.н. (Malkiel, 2015). Само през първото тримесечие на 2000 г., 916 фирми за рисков капитал инвестираха 15,7 милиарда долара в 1009 стартиращи интернет компании. Цели 159 първични публични предлагания (IPOs) бяха успешно осъществени през предходното тримесечие. Все едно пазарът на акции беше на стероиди. Както и по времето на балона на Южното море, много от компаниите и иде-

ите, които получиха финансиране, бяха направо абсурдни. Почти всички се оказаха дот.ком катастрофи. Както казва Бъртън Малкиел „Това не бяха точно бизнес модели. Това бяха модели за бизнес пропадане“ (Malkiel, 2015). Традиционно, в по-ранни периоди, за да излезе успешно една компания на пазара с IPO, тя се нуждаеше да покаже действителни продажби и печалби. По време на интернет балона, за повечето от новите компании това съвсем не беше наложително. Инвеститорите хвърляха пари в бизнеси, които само пет години по-рано нямаше как да преминат през препятствията на дю дилдънс.

Разбира се, целият този процес сериозно се стимулираше от анализаторите на Уол Стрийт, за които също беше много изгодно да са в такт с новата мания. По правило изследователската функция на фирмите на Уол Стрийт, която следва да работи в интерес на инвеститорите, трябва да е напълно отделена от функцията им на инвестиционното банкиране, която обикновено работи в полза на корпоративните клиенти, на първо място емитентите на ценни книжа. Тази последната функция е особено рентабилна и привлекателна за инвестиционните банкери. По време на интернет балона това разграничаване напълно изчезна и инвестиционните фирми на Уол Стрийт бяха във фрапиращ конфликт на интереси. Дори и изследователската функция започна да работи преобладаващо в интерес на пласирането на нови и нови акции на пазара и в строенето на въздушни замъци. От това идваха най-доходоносните договори и големите пари за бизнеса на Уол Стрийт. Истината за действителната перспектива пред емитираните акции, както и интересите на инвеститорите, оставаха изцяло на заден план. Тук е уместно да се споменат някои нашумели имена на анализатори от това време, като Мери Мийкър (Mary Meeker) от Морган Стенли (Morgan Stanley), Хенри Блоджет (Henry Blodgett) от Мерил Линч (Merill Lynch) и Джак Грубман (Jack Grubman) от Соломон Смит Барни (Solomon Smith Barney).

Ясно е, че анализаторите на ценни книжа по начало имат сериозни причини да демонстрират постоянно, че очакват покачване на цените на акциите. Те изключително рядко дават препоръка „продавай“, за да не развалят сегашните и бъдещите взаимоотношения на своите инвестиционни фирми с техните корпоративни клиенти или за да не засегнат съответните финансови мениджъри. Обикновено на 10 препоръки „купувай“ се пада 1 препоръка „продавай“. Но по време на балона това съотношение стана 100 към 1 (Shiller, 2015).

В периода на надуване на балона, в стремежа си да оправдават високите цени на акциите и да зарибяват нови и нови инвеститори, анализаторите изобретиха и нови показатели за съпоставка и оценка на акциите. Това бяха съотношения, специфични само за този сектор и особено подходящи да

убеждават инвеститорите в ценността на предлаганите им акции. Добре познатите съотношения „цена-печалба“, „цена-счетоводна стойност“ се разглеждаха като остарели и не в крак със спецификите на „новата икономика“. В новия свят на интернет, показатели като печалба, продажби, приходи, не бяха от значение. Причината е, че от една страна въпросните нови компании нямаха печалби, много от тях дори и продажби, а от друга страна, новоизобретените коефициенти бяха много подходящи да откъсват инвеститорите от реалността и да ги заблуждават в крайна сметка (Damodaran, 2012).

Медиите през цялото време подпомагаха надувването на балона и превърнаха САЩ в нация от търговци на акции. Хората искаха повече информация относно възможностите за инвестиране и медиите им я предлагаха. И понеже читателите и зрителите не се интересуваха от песимистични, негативни анализи и прогнози, те четяха и слушаха само тези издания и предавания, които им обещаваха лесен път към богатството.

Обобщени характеристики на пазарните балони от историята

Едно от първите очаквания след запознаване с по-ранните финансови балони, включително и този от първата половина на 20 век (преди Голямата депресия), е че хората и институциите ще имат обица на ухото и няма да допуснат същите грешки, т.е. да бъдат въввлечени в нов балон на пазара на акции. Същевременно след запознаване с историята на финансовите балони от втората половина на 20 век се вижда точно обратното – балоните не само, че не са били предотвратявани, а са се повтаряли сравнително често и дори са ескалирали по отношение на мащаба и последствията. Основните характеристики по отношение на пазарните балони са както следва:

1. Първата обща характеристика е, че пазарът най-общо казано и неговите участници не се поучават от грешките си в миналото и ги повтарят периодично.
2. Докато при спекулативните бумове от по-далечното минало са преобладавали инвестициите от индивидуални и неопитни инвеститори, през втората половина на 20 век вече на преден план излизат т. нар. институционални инвеститори. Така например, към 1990-те години институционалните инвеститори заемат над 90% от обема на търговията на Ню Йоркската фондова борса. С други думи, опитни професионалисти са вземали решенията за огромната част от подбора и инвестирането в акции на пазара. Колкото и невероятно да изглежда, това въобще не попречило за развихрянето на теорията на въздушните замъци, като професионалните инвеститори също били въввлечени в поне няколко различни спекулативни балона. Във всеки от случаите те подбирали акции, не защото са подценени съгласно теорията на

- твърдата стойност, а защото предвиждали, че някои по-големи глупаци ще купят същите акции на още по-висока цена.
3. Другата по-съществена новост от втората половина на 20 век насам е наличието на по-строги регулации на пазара на акции, както и съответните държавни институции, които да следят за тяхното прилагане. Основната им цел е да се предпази пазарът и отделните инвеститори от неблагоприятни емисии, от измами и от спекулативни балони, като този от края на 20-те години на 20 век. Основният орган за това в САЩ е Комисията по ценните книжа и фондовите борси (SEC – Securities Exchange Commission). И тези мерки обаче не попречили на формирането на поредните балони. Като правило повечето от действията на отговорните институции са идвали със значително закъснение.
 4. При надуването на балоните, цените на акциите се формирали преобладаващо на базата на теорията на въздушните замъци (т.е. теорията „на по-големия глупак“).
 5. Цените на акциите се покачвали в пъти над действителната им стойност.
 6. Условиата способстват за разгръщане и процъфтяване на измамните практики на пазара.
 7. Разгръщане на всеобща еуфория на пазара на акции, т. нар. от Робърт Шилер “irrational exuberance” (необоснованото въодушевление) (Shiller, 2015).
 8. Интензивността и обемът на търговия на борсата нараства в пъти:
 - През 1973 г., когато Греъм е направил последната преработка на „Интелигентният инвеститор“, нормата на годишния оборот на Ню Йоркската фондова борса е била 20%, което означава, че типичният инвеститор е държал своите акции средно в продължение на 5 години. До 2002 г., по време на интернет балона, тази норма нарасна до 105%, което отговаря на продължителност на държане на акциите от едва 11,4 месеца. През 1973 г. среднестатистическият взаимен фонд е задържал акциите си почти три години. През 2002 г. този период на държане се свива до 10,9 месеца (Graham, 2006).
 - Според Бъртън Малкиел, към 2000 г. оборотът на борсата достигна „най-високите си нива за всички времена“. Средният период на държане на типичните горещи акции вече не беше години или месеци, а дни, в отделни случаи и часове. Появиха се около 10 милиона Интернет „дневни търговци“ (day traders), за които периодът на държане беше „до малко по-късно на същата сутрин“ (Malkiel, 2015).
 - Според Робърт Шилер, нормата (коефициентът) на обръщаемост на акциите на Ню Йоркската фондова борса се покачила от 42% през

1980 г. на 78% през 1999 г., а при NASDAQ покачването е от 88% през 1990 г. на 221% през 1999 г. През втората половина на 90-те се появиха и огромен брой инвеститори-аматьори (в резултата на осигурените от SEC улеснения и на намалените разходи), които можеха да търгуват на дневна база (day trade). Те вече можеха да използват същите системи за изпълнение на поръчки както и професионалистите (Shiller, 2015).

9. Анализаторите и фирмите на Уол Стрийт с готовност подпомагат процеса на надуване на цените и стимулиране на новите емисии, давайки непрекъснато прогнози за бъдещо покачване на пазара. По време на балоните те работят в особено силен конфликт на интереси, помагайки за пробутването на всякакви безперспективни емисии.
10. Медиите допълнително разпалват процеса със своите публикации и емисии, като допълнително подковават публиката за предстоящи нови и нови рекорди, за безпроблемната машина за правене на пари на пазара на акции. Броят на статиите в главните американски вестници, които споменаваха пазара на акции, нарасна повече от три пъти между 1990 и 1998 г. (Shiller, 2015)
11. Коефициентите PE достигат необосновано високи стойности, в т.ч. и трицифрени в много от случаите:
 - През септември 1929 г. коефициентът „цена-печалба“ (PE) на индекса достига високата за онова време стойност от 32,6.
 - По време на „троникс“ бума от началото на 60-те PE коефициентите масово достигат стойности от порядъка на над 50 пъти печалба. Любимите компании (като IBM и Texas Instruments) се търгуват по PE от около 80.
 - При конгломератния бум компаниите с агресивна политика на сливания и придобивания с цел произвеждане на „растеж“ се продават по PE коефициенти над 50.
 - По време на бума на „сините чипове“ PE коефициентите достигат стойности от 80-90, а след спукването на балона слизат до нормални нива от порядъка на 14-15.
 - При балона на биотехнологичните компании през 80-те се стига дори до коефициенти от 50 пъти продажби ($PS = 50$), при положение че е нормално тези коефициенти да са около 10 пъти по-ниски от коефициентите PE.
 - По времето на балона на японския пазар на акции средният PE коефициент продължително време е от порядъка на 60, коефициентът „цена-счетоводна стойност“ (PBV) около 5, коефициентът „цена-дивидент“ около 200.

- По време на Интернет балона (технологичния балон) коефициентите PE на компаниите от NASDAQ масово са с трицифрени стойности, а за много от новите интернет компании клонят към плюс безкрайност.
12. Загубата на пазарна капитализация след спукването на балона е огромна – при много от акциите достига до 98-99%, а при фалиралите компании – до 100%:
- След спукването на балона от 1929 г. до 1932 г. общият спад на пазара достига над 80%, а повечето сини чипове загубват около 95% от стойността си.
 - Към 1969 г. изкуствено надутите акции на по-изявените конгломерати акции губят средно над 65% от стойността си.
 - След спукването на балона на „сините чипове“, към 1980 г. коефициентите им PE спадат с над 80%.
 - При спукването на балона на японския пазар на акции общият спад достига 63%.
 - След спукването на технологичния балон водещите акции на „новата икономика“ губят средно около 93% от пазарната си стойност. Тук не влизат стотиците интернет компании, които фалираха – при тях загубата на инвестираните в акции средства е 100%.

Някои основни изводи от прегледа на пазарните балони

На базата на изтъкнатите общи характеристики на балоните на пазара на акции могат да се направят следните по-съществени изводи:

1. Участниците на пазара на акции – хора и институции, масово игнорират уроците на историята и повтарят грешките от миналото. Очевидно тази тенденция ще продължи и в бъдеще.
2. На пазара на акции неумолимо действа „финансовият закон на гравитацията“, който „не познава географски граници“ (Malkiel, 2015) – цените, които необосновано са вървели нагоре, неизбежно се връщат обратно. Бихме могли да наречем това *отмъщението на Сър Исак Нютон*, който пострадал финансово по време на балона „Южното море“.
3. Доминирането на пазара от мощни институционални инвеститори и професионални фондови мениджъри съвсем не е гаранция срещу нови спекулативни балони. Напротив, в най-новата история на пазарите на акции точно професионалните инвеститори са били най-активни и влиятелни участници в надуването на балоните.
4. Институциите, специално създадени да предотвратяват подобни деформации на пазара през последните десетилетия, не са успявали да се справят с тези свои задачи.

5. Предпоставките за формиране на поредния голям балон на пазара на акции съвсем не са останали в миналото – всички те са налице и в момента.

В този смисъл, ако една от прокламираните нови нормалности е, че сега са налице условията и предпоставките да не се допускат в бъдеще подобни деформации и последващи сризове на пазара на акции, тя просто не е валидна.

Пазарът на акции през 2021 г. на фона на финансовите балони от миналото

На фона на така обобщените по-съществени характеристики на финансовите балони в историята на пазарите на акции, интересно е да се види как изглеждат нещата понастоящем на водещите капиталови пазари. По-специално внимание се обръща на американския пазар на акции, понеже при него ценовите рекорди са най-впечатляващи, а оттам и опасенията за наличие на спекулативен балон са най-реалистични.

Логично е да се фокусира върху такива характеристики на пазара, по които може да се търси съпоставка между времето на балоните от края на 20-и век и сегашната ситуация. Един от най-подходящите индикатори в това отношение е показателят „цена-печалба“ (РЕ), за който има данни и за тогава, и за сега.

Таблица 1: Усреднени коефициенти РЕ на S&P500 за периода 1871 – 2021 г.

Показател	РЕ коефициенти на Шилер (CAPE)	Пълзящи РЕ коефициенти
Средна аритметична	16,85	15,95
Медиана	15,85	14,86
Минимум	4,78 (декември 1920)	5,31 (декември 1917)
Максимум	44,19 (декември 1999)	123,73 (май 2009)
РЕ към 21 септ. 2021	37,93	34,27
Разлика спрямо средната (в %)	+125,10%	+114,86%

Източник: S&P 500 PE Ratio by Year (2021), собствени изчисления на автора

Таблица 1 показва средните стойности на т. нар. PE коефициенти на Шилер (CAPE) на индекса S&P 500 за периода 1881 – 2021 г. (до 21 септември). Те са както следва: средна аритметична от 16.85 и медиана от 15.85. Пълзящите PE коефициенти на S&P 500 са: средна от 15.95 и медиана от 14.86. На фона на тези исторически средни, текущите PE коефициенти (към 21 септември 2021 г.) от **37.93** (за CAPE) и **34.27** (за пълзящия PE) изглеждат необосновано високи. Текущият коефициент на Шилер е със **125,10%** по-висок от средната аритметична стойност. Текущият пълзящ PE коефициент е съответно със **114,86%** по-висок от средната аритметична стойност. Доколкото средните исторически стойности за един дълъг период от време се приемат за нормални, логично е да се направи заключението, че текущите значително по-високи PE коефициенти са вероятно индикатор за необосновано високи цени на акциите (Nenkov, 2021).

Според поддръжниците на разбирането за „новата икономика“ и „новата ера“, този PE, значително по-висок от средноисторическия, се възприема по-скоро като нормален за 21 век, т.е. като „нова нормалност“. Трябва да се има предвид обаче, че всеки пазарен коефициент – PE, PBV, PS, P/EBITDA и др., е в действителност функция на фундаменталните променливи (Damodaran, 2012). Те предопределят действителната стойност на всяка акция и на пазара като цяло и затова ги наричат „движещи сили на стойността“ (value drivers). Това са: *потенциал за генериране на доход, растеж и риск* (Copeland et al, 2000).

Тези три фундаментални променливи могат да се използват за извеждане на съответните фундаментални PE, PBV, PS и други подобни коефициенти. Така при анализа на отделни акции, на отделни сектори и на пазара като цяло, фактическите пазарни коефициенти могат да се съпоставят не само със средните в исторически план, а и с фундаменталните коефициенти (Ненков, 2019). Последните показват каква би следвало да е правилната цена, по която да се търгуват акциите в средносрочен и дългосрочен план. Предишни изследвания на автора сочат, че фундаменталните PE коефициенти за индекса S&P 500 през последните години са значително по-ниски от коментираните вече фактически PE коефициенти (Ненков, 2019).

Моделът на фундаменталните PE коефициенти в случая може да се използва и в обратния ред – да покажат например как би следвало да изглеждат фундаменталните променливи при PE коефициент от 15 и как би следвало да изглеждат при PE коефициент от 40. В *Таблица 2* е показано извеждане на *подразбирания коефициент на капитализация и подразбираната цена на собствения капитал* за индекса S&P 500, при сегашния фактически PE коефициент от 34.27 (към 21 септември 2021 г.) (Nenkov, 2021). Обърнатият модел е както следва (Nenkov, 2021):

$$(R_E - g) = \frac{(1 + g) \times (1 - b)}{PE}$$

и

$$R_E = \frac{(1 + g) \times (1 - b)}{PE} + g$$

Където:

$(R_E - g)$ = подразбирана норма (коефициент) на капитализация,

R_E = подразбирана цена на собствения капитал,

g = вътрешен темп на нарастване,

$(1 - b)$ = коефициент на изплащане,

PE = фактически пазарен коефициент PE.

(Всички променливи са за индекса S&P 500)

Фактическите PE коефициенти – средни и медиани, са за периодите: 1871 – 2021 г., 1991 – 2021 г. и октомври 2020 г. – септември 2021 г. Средните коефициенти на изплащане за тези периоди са съответно: 0.61, 0.86, 0.93. Модифициран коефициент на изплащане е използван за последните два периода, при който се вземат под внимание не само дивидентните плащания, но и паричните потоци от обратното изкупуване на акции. Той е по-представителен, понеже политиката на обратно изкупуване на акции е много силно застъпена за компаниите от S&P 500 през последните две-три десетилетия. Това обяснява много високите стойности на коефициента на изплащане за тези два периода. Коефициентът на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) е относително стабилен, съответно: 14,00%, 15,81%, 13,98%.

Таблица 2: Извеждане на подразбираната цена на собствения капитал (R_E) от коефициентите PE, ROE и g на индекса S&P 500

Показател	Период		
	1872 – 2021	1991 – 2021	Окт 2020 – сеп 2021
1	2	3	4
PE коефициент на S&P 500 – средна аритм.	15,95	24,96	34,36
PE коефициент на S&P 500 – медиана	14,89	21,82	34,15
Коефициент на изплащане /модифиц./– (1- b)	0,61	0,86	0,93

Продължение

1	2	3	4
Възвръщаемост на соб. капитал – ROE	14,00%	15,81%	13,98%
Вътрешен темп на растеж – g	5,46%	2,21%	0,98%
Подразбирана норма на капитализация (R _E - g):			
На база на средно аритметичен PE	4,03%	3,52%	2,73%
На база на медианен PE	4,32%	4,03%	2,75%
Подразбирана цена на соб. капитал – R _E :			
На база на средно аритметичен PE	9,49%	5,74%	3,71%
На база на медианен PE	9,78%	6,24%	3,73%

Източник: S&P 500 PE Ratio by Year (2021), S&P 500 PE Ratio by Month (2021), S&P 500 Earnings by Year (2021), Damodaran Online – ERP Sep 21 (2021), собствени изчисления на автора.

Вътрешният темп на растеж (g) за отделните периоди е изчислен на базата на съответните коефициенти на задържане (= (1 – коефициент на изплащане)) и на коефициента на възвръщаемост на собствения капитал (т.е. $g = b \times ROE$) и е както следва: $g = 5,46\%$ (1871 – 1990), $g = 2,21\%$ (1991 – 2021), $g = 0,98\%$ (окт. 2020 – сеп. 2021). Нормата на капитализация е изчислена в два варианта – на базата на средноаритметичен PE и на медианен PE. На базата на медианните стойности на PE получените стойности са: 4,32%, 4,03% и 2,75%. Изчислената подразбирана цена на собствения капитал (отново на базата на медианни PE) е съответно: 9,78%, 6,24% и 3,73%.

Ясно е, че прекалено високите PE коефициенти на пазара на настоящия етап водят до изключително ниска подразбирана цена от едва 3,73%. За много пазарни играчи това е поредната „нова нормалност“. Но нормалността предполага дългосрочна устойчивост на системата и отсъствие на значителна външна интервенция на пазара на акции. Изсипването на огромен ресурс върху пазара на акции и стимулираната отвън изключително ниска цена на капитала от правителства и централни банки, поставя под въпрос доколко „фундаментална“ в действителност може да е тази фундаментална променлива.

Заклучение

На базата на направения исторически преглед могат да се открият следните по-съществени разлики и прилики между периодите на спекулативните балони от миналото и настоящия етап:

Разлики:

- Типичните представители на обещаващи акции на растежа не са множество нови непознати компании, а по-скоро добре познати такива. В последните 5 и повече години, включително и в рамките на сегашната COVID-19 криза, това са преди всичко т. нар. „Супер 6“ + Tesla.
- Няма изразен секторен бум, няма секторна мания, поне не ярко изразена.

Общите неща изглеждат доста повече на брой:

- Прекалено високи PE коефициенти в сравнение с типичните средни исторически стойности.
- Не би било пресилено ако се каже, че на пазара на акции сега има наличие на нашумели примери за „въздушни замъци“.
- Сегашните PE коефициенти (и другите пазарни коефициенти) са твърде високи не само в исторически план, но и спрямо фундаменталните променливи (най-вече поради прекалено ниската цена на капитала).
- Политика на нулеви и отрицателни лихвени проценти от централните банки, плюс т. нар. количествени улеснения, фискални стимули за сметка на прекалено високи бюджетни дефицити, безпрецедентно високи нива на държавния и корпоративния дълг в света.
- Огромни количества евтин ресурс се изливат на капиталовия пазар, има огромен ливъридж в системата (поради горната причина). За интернет бума Малкиел казва, че пазарът на акции „изглеждал така, сякаш е на стероиди“ заради спекулативната мания тогава (Malkiel, 2015). Не би било пресилено да се каже, че днешният пазар на акции също „е на стероиди“, при това по-силни.
- Висока интензивност на търговията – активизиране на трейдърите. Множество нови търговци – над 20 милиона нови сметки (профили) за търгуване, нови платформи с улеснен достъп до търговия.

Доста обезпокоителен е фактът, че голяма част от току що изброените общи характеристики на сегашния пазар на акции и на спекулативните балони от миналото, продължават да се възприемат като „нови нормалности“ от страна на значителна част от инвеститорската общност. Това е много подходяща почва за поредното развихряне на „теорията на въздушните замъци“.

Спонсориране на научното изследване

Публикацията съдържа резултати от изследване, финансирано със средства от Фонд НИД на УНСС, договор за университетска поръчка № НИД-НИ 2/2020 г.

Използвана литература

- Ненков, Д. (2007). Коефициентни методи за определяне стойността на компаниите. Същност и особености на коефициента „цена-доход“, Научни трудове на УНСС, УИ „Стопанство“, София. (Nenkov, D., 2007, Koeffitsientni metodi za opredelyane stoynostta na kompaniite. Sashtnost i osobenosti na koeffitsienta „tsena-dohod“, Nauchni trudove na UNSS, UI „Stopanstvo“, Sofia).
- Ненков, Д. (2019). Приложение на коефициентите „Цена-печалба“ и „Цена-счетоводна стойност“ в условията на съвременния капиталов пазар, доклад, Девета международна научна конференция „Ударната вълна на информационния взрив и предефинирането на финансите“, Равда, 18-20 май, с. 26-36. (Nenkov, D., 2019, Prilozhenie na koeffitsientite „Tsena-pechalba“ i „Tsena-schetovodna stoynost“ v usloviyata na savremennia kapitalov pazar, doklad, Deveta mezhdunarodna nauchna konferentsia „Udarnata valna na informatsionnia vzriv i predefiniraneto na finansite“, Ravda, 18-20 may, s. 26-36).
- Carswell, J. (1960). The South Sea Bubble, Cresset Press, London.
- Copeland, T, Koller, T., Murrin, J. (2000). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, John Wiley & Sons, New York.
- Damodaran, A. (2012). Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley & Sons, New York.
- Damodaran Online – ERP Sep 21 – Spreadsheet to compute current ERP for current month (2021). [blog post], available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (accessed 10.09.2021)
- Graham, B. (2006). The Intelligent Investor – The Revised Edition, First Collins Business Essentials edition (Harper Collins Publishers), p. xi (Updated with New Commentary by Jason Zweig).
- Greenwald, B.C.N., Kahn, J., Sonkin, P., Biema, M. (2001). Value Investing – from Graham to Buffett and Beyond, John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- Malkiel, B. G. (2015). A Random Walk Down Wall Street, W.W. Norton & Company, Inc., 12th Edition, W. W. Norton & Company, Inc., New York, London.

- Massasuke, Ide. (1996). Corporate Profitability and Stock Valuation in Japan, *Financial Analysts Journal*, March/April.
- Nenkov, D. (2021). US Stock Market at the Background of the Covid-19 Pandemic: Implication for Valuation, *Journal “Finance, Accounting and Business Analysis”*, Volume 3, Issue 1, pp. 56-66.
- Shiller, R. J. (2012). *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, New Jersey.
- Shiller, R. J. (2015). *The Irrational Exuberance*, Princeton University Press, New Jersey.
- S&P 500 PE Ratio by Year. (2021). [blog post], available at: <https://www.multpl.com/s-p-500-pe-ratio/table/by-year> (accessed 18.09.2021)
- S&P 500 PE Ratio by Month. (2021). [blog post], available at: <https://www.multpl.com/s-p-500-pe-ratio/table/by-month> (accessed 18.09.2021)
- S&P 500 Earnings by Year (2021). [blog post], available at: <https://www.multpl.com/s-p-500-earnings/table/by-year> (accessed 18.09.2021)

THE „NEW NORMALITY” AND THE LESSONS OF STOCK-MARKET HISTORY

Prof. Dimiter Nenkov, PhD
Department of Finance
University of National and World Economy
e-mail: dnenkov@unwe.eu

Abstract

The purpose of this paper is to explore the current situation on the stock-market and its price levels, against the background of historic stock-market bubbles. The study is developed in the context of the so called “new economy”, implying “new normality”, which has been widely used during the last more than two decades to justify the atypically high indexes and market multiples on the US stock-market. This concept does not originate from the tremors of the current Covid-19 pandemic, which has triggered the start of significant transformations in business environment. It is actually much older.

The leading hypothesis of the study is that today’s US stock market is just in another price bubble, and no “new normality” factors could prove that it is fairly valued. With regard to this, a historic review is made of the major bubbles on the stock markets in the distant past and in the more recent past. The start, the development and the main features

of these price bubbles are reviewed and analyzed. One of the tasks is to check whether the same features, as well as some erroneous visions from the past are not repeated in today's market. Comparable indicators are used, such as the "price-earnings ratio" (PE). The study also addresses fundamentals, since they are supposed to dictate the true value of the stock market, and, at the same time, it is precisely these fundamentals that are mainly affected by the "new normality" views of the current stock market. The results indicate that the lessons of stock-market history have not been learnt as a whole, and the prerequisites for another bubble are in place nowadays.

Key words: stock market, stock market bubbles, S&P 500 index, PE ratios, new economy, new normality, stock valuation

JEL: G11, G12, G15