

От провидца к новатору

Паоло Мауро берет интервью у Роберта Шиллера

РОБЕРТА ШИЛЛЕРА часто характеризуют как провидца. В некоторых своих бестселлерах, *Macro Markets* («Макрорынки») и *The New Financial Order* («Новый финансовый порядок»), он излагает доводы в пользу создания новых финансовых рынков, где индивидуумы могли бы диверсифицировать и уменьшить наиболее важные для себя риски, такие как риски, связанные с доходами или ценами на жилье. Он говорит об этом как о демократизации финансов или использовании финансовых рынков на благо простого человека.

Получив два патента на финансовые инновации, Шиллер в последние годы стал претворять свои идеи в реальность: в 2006 году на Чикагской товарной бирже началась торговля фьючерсами на цены на жилье в 10 крупных городах США, а также на средние цены по стране. Репутация Шиллера как провидца в области финансов и макроэкономической теории, возможно, стала еще прочнее среди широкой общественности благодаря его работе по иррациональному поведению на финансовых рынках, особенно его замечательной способности выявлять «иррациональную эйфорию» и спекулятивные «пузыри» на ранней стадии, как для фондового рынка, так и для цен на жилье.

Несомненно, Шиллер остается прежде всего весьма уважаемым ученым (он профессор экономики в Йельском университете на гранте Артура М. Окуна и профессор финансов в Йельской школе управления). Но он, как никто другой, близок к статусу знаменитости в области экономики: его книги по финансовым рынкам и кризису на рынке непервоклассных ипотек сделали его имя повсеместно известным, он также фигурировал в ряде рекламных объявлений на всю страну относительно пенсионного планирования, помещенных в популярных изданиях США.

Иррациональная эйфория

Прежде всего, несколько фактов о способности Шиллера выявлять вздутые цены на активы. В 1996 году он заметил, что отношение цен к доходам на фондовом рынке находилось на рекордно высоком уровне, и утверждал (можно сказать, что на четыре года раньше времени), что курсы на фондовом рынке завышены и что вероятен их обвал. Он сформулировал эту точку зрения в очень своевременном первом издании работы *Irrational Exuberance* («Иррациональная эйфория»), опубликованном в марте 2000 года, как раз тогда, когда лопнул «пузырь» активов Интернет-компаний: в частности, он изложил продуманный анализ психологических факторов, лежащих в основе образования спекулятивных «пузырей».

В своем исследовании 2003 года совместно с Карлом Кейсом в *Brookings Papers* и во втором издании «Иррациональной эйфории» (2005) Шиллер продемонстрировал, что цены на дома стали напоминать «стартующую ракету», несмотря на отсутствие изменений в экономических детерминантах, таких как себестоимость строительства, население или процентные ставки, которые могли бы объяснять резкое повышение цен. Действительно, используя ряды данных цен на жилье, которые охватывали столетие и которые прежде не были собраны вместе, Шиллер продемонстрировал, что цены на дома, взятые как отношение к арендной плате за жилье или личным доходам, повышались быстрее, чем когда-либо.

На предствление Шиллера о том, почему возникают «пузыри», значительное влияние оказала психология. Он выражает признательность Вирджинии, которая является его женой в течение трех десятилетий и имеет степень доктора клинической психологии, за приобщение его к области психологии на раннем этапе его карьеры, и добавляет, что «в хорошем браке супруги часто приходят к общему мировоззрению». Таким образом, согласно Шиллеру, источником финансовых «пузырей» служит то обстоятельство, что «люди являются общественными существами и влияют друг на друга», что приводит к «цепной реакции в обществе». В период, когда «пузыри» цен на активы растут, курсы акций увеличиваются благодаря историям о «новой эре»; аналогичным образом, устойчивый рост цен на жилье укрепляет коллективную уверенность в том, что цены на жилье могут только расти, тем самым увековечивая кажущуюся неизбежной растущую тенденцию. Как подчеркивает Шиллер, это не означает, что экономические детерминанты не играют роли. Напротив, он считает, что гипотеза об эффективном рынке, по сути, верна в том смысле, что достаточно значительное изменение детерминант в конечном итоге приведет к изменениям цен активов. Но в зависимости от того, на чем заостряют внимание люди, реакция цен активов на детерминанты может потребовать больше времени.

Как известно каждому, цены на жилье в США с 2006 года резко снизились. В этом отношении Шиллера назвали

Кассандрой, как он считает, несправедливо, поскольку хотя недавнее снижение цен на жилье и привело к большим издержкам для финансовых организаций и экономики в общем плане, при более нормальных условиях большинство людей были бы обычно довольны, когда жилье становится более доступным.

Самая последняя книга Шиллера по проблемам, возникшим на рынках жилья и ипотек, *The Subprime Solution* («Решение проблемы непервоклассных ипотек»), подверглась критике со стороны некоторых комментаторов, которые сочли ее второпях написанным черновиком, отправленным поскорее издателем для сохранения злободневности. Тем не менее, книга предлагает содержательный анализ причин того, почему возник «пузырь» цен на жилье, обстоятельная история основных новых учреждений, созданных правительством США в 1930-е годы для вывода рынка жилья и экономики из Великой депрессии, и творческие предложения для снижения вероятности появления в будущем новых «пузырей».

Шиллер еще на раннем этапе подчеркивал роль крупных операций по оказанию экстренной помощи, необходимого, хотя и досадного компонента стратегии стабилизации рынков. Но более всего его воображение проявилось, когда он вносил предложения на будущее: субсидировать финансовые консультации для всех; создать стандартные ипотечные договоры, предусматривающие варианты дефолта на заранее оговоренных условиях, например, при быстром снижении доходов для профессиональной категории заемщика; новые финансовые продукты, такие как ценные бумаги, индексированные по валовому национальному продукту или ценам на жилье; новые финансовые рынки для страхования жилищных активов и страхования от потери работы. Он также поддерживает предложения ученого-юриста Элизабет Уоррен о создании комиссии по безопасности финансовых продуктов.

Более того, на протяжении своей карьеры тот же Шиллер, который утверждал об иррациональном поведении финансовых рынков, также предлагал не сокращать, а развивать финансовую сферу как часть решения проблемы. Он утверждает, что продвижение вперед связано «с развитием финансов, более новаторскими финансами и более демократичными финансами (доступными для всех), а также финансами в более совершенной организационно-правовой среде».

Предвидение невозможно без труда

Представления Шиллера о будущем основаны на большом объеме академических исследований, они часто сочетают теорию, эмпирический анализ и внушительный массив тщательно собранных данных наряду с разработкой соответствующих показателей для отражения изучаемых экономических явлений.

Ранние исследования Шиллера, несомненно, имеют академический и технический характер. Его первая публикация, в издании *Econometrica*, была посвящена «формуле оценки с распределенным лагом, выведенной из априорных значений сглаживания».

По его словам, он был очень заинтересован в непараметрической эконометрике и Байесовой статистике, возможно в результате ориентации в своих исследованиях на физику. Его первым прорывом, привлечшим внимание многих коллег в академических кругах, была работа «Do Stocks Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?» («Чрезмерная изменчивость курсов акций, не объясняемая последующими изменениями дивидендов?») (*American Economic Review*, 1981). Эта работа оказала огромное влияние (и до сих пор является самой цитируемой статьей Шиллера согласно Google Scholar). Согласно стандартной теории финансов курс акций компании должен быть

Вставка 1

Подлинные истоки термина «иррациональная эйфория»

Шиллер не придумал выражение «иррациональная эйфория» (название одной из его наиболее популярных книг), но он был весьма близок. Этот термин использовал Ален Гринспен, председатель Совета управляющих ФРС США, на торжественном ужине в Вашингтоне 5 декабря 1996 года. Гринспен поставил вопрос: «Но как мы узнаем, когда иррациональная эйфория привела к неоправданно завышенным ценам на активы, которые затем подверглись неожиданному и длительному снижению, как это было в Японии в течение прошлого десятилетия?» Он далее сказал, что «мы, как руководители центральных банков, не должны быть обеспокоены, если лопнувший «пузырь» финансовых активов не угрожает ущербом реальной экономике, производству, рабочим местам и стабильности цен». Сразу после того, как он это сказал, фондовый рынок в Токио упал, и на момент закрытия снижение составило 3 процента. Падение курсов затронуло рынки во всем мире. Шиллер (вместе со своим коллегой Джоном Кэмпбеллом) выступал с показаниями перед Советом управляющих ФРС и обедал вместе с Гринспеном за два дня до этого. Он утверждал, что рынки являются иррациональными, но не помнит, что он использовал слово «эйфория». Со своей стороны, Гринспен в своей автобиографии отмечает, что «концепция иррациональной эйфории пришла ко мне утром в ванне, когда я писал свою речь».

равен сумме дивидендов (по чистой приведенной стоимости), которые, как ожидается, компания выплатит в будущем. Но, как предполагает название работы Шиллера, он продемонстрировал, что курсы акций испытывают чрезмерные колебания, которые не объясняются никакими разумными ожиданиями вероятных будущих дивидендов. Пользуясь терминологией специалистов, волатильность курсов акций намного превышает волатильность ожидаемой чистой приведенной стоимости всех будущих дивидендов. Важным компонентом этой работы была подборка долгосрочных исторических данных о дивидендах за столетие, что позволило ему рассчитать стоимость акций на основе детерминантов за достаточно длительный для своего анализа период. Обстоятельная подборка Шиллером достоверных исторических данных, иногда за столетний период, часто фигурирует в его карьере.

Эта работа была встречена с интересом, иногда она также сталкивалась с враждебностью, поскольку она затронула большое место и воспринималась как опровергающая устоявшееся мнение о рациональном поведении инвесторов. С учетом раннего акцента Шиллера на роли психологических факторов в финансах, следует ли считать его основоположником бихевиористской теории финансов (то есть финансов с точки зрения более широкой перспективы общественных наук, в том числе психологии и социологии), которая сейчас является исключительно популярной в академических кругах? И да, и нет. Хотя он четко установил, что рынки являются чрезмерно волатильными и их динамика не может быть вызвана исключительно экономическими детерминантами, в его работе не было упора на объяснение или предсказание *направления* отклонений цен активов от уровня, обусловленного детерминантами.

Вместе с тем, еще на ранних этапах своей карьеры Шиллер указывал на значение психологических факторов, и сейчас с видимым удовольствием вспоминает свою роль организатора двух важных семинаров Национального бюро экономических исследований: по бихевиористской теории финансов с Ричардом Талером с 1991 года и по макроэкономике и принятию индивидуальных решений с Джорджем Акерлофом с 1994 года. Он отмечает, что сожалеет, в частности, по поводу того, что хотя бихевиористская теория финансов, очевидно, является популярной областью, меньшее число аспирантов пока готово пойти на риск отхода от стандартной теории полезности в контексте макроэкономики.

Новые индексы и новые рынки

Роль тщательного измерения и сбора данных (признак по-настоящему научного и ориентированного на практические аспекты исследователя) в обосновании более дальновидных работ Шиллера, возможно, лучше всего иллюстрируется его исследованиями в области цен на жилье. Хотя общая стоимость жилья в США представляет собой величину того же порядка, что и общая стоимость акций компаний, до недавнего времени ряды данных о ценах на жилье за прошлые периоды просто отсутствовали. Шиллер (вместе с коллегой Карлом Кейсом) провели обстоятельный анализ свойств индексов цен, а затем собрали ряды данных о ценах на жилье за прошлые периоды в США и 10 крупных городских агломерациях.

Индекс цен, который Шиллер создал вместе с Кейсом, представляет собой взвешенный по стоимости арифметический индекс повторных продаж, позволяющий проследить продажные цены одних и тех же домов, с тем чтобы избежать изменений средних цен, которые были бы результатом общей тенденции к увеличению размеров и повышению качества домов с течением времени. Цель заключается в том, чтобы получить оценки цены стандартного, меняющегося дома, с тем чтобы индекс цен отражал бы результаты инвестиций в дом, аналогично результатам инвестиций в акции, отслеживаемые с помощью индекса фондового рын-

ка, который основан на тех же самых, неменяющихся акциях, которые наблюдаются при покупке и продаже в различные моменты времени. Получение цен на тот же дом, купленный и проданный через много лет, в случае нескольких тысяч домов связано с практическими трудностями, в том числе написанием программ для сверки адресов, исключением из выборки домов, владельцы которых возвели большие пристройки, и так далее.

Будучи вооруженными достоверным и высококачественным показателем цен на жилье, Шиллер и его коллеги затем смогли убедить Чикагскую товарную биржу создать рынок для фьючерсов на цены на жилье в мае 2006 года. Объем торговли быстро рос, но впоследствии упал вместе со снижением цен на жилье. Общий объем торговли с начала работы рынка сейчас составляет сотни миллионов долларов США, существенную, но не очень впечатляющую величину для финансового рынка. Шиллер с готовностью признает, что пока создание с нуля новых финансовых рынков не было более прибыльным, чем написание бестселлеров, хотя и добавляет, что он неплохо заработал на продаже своей компании, которая собирает данные о ценах на дома и исчисляет индекс Кейса-Шиллера, публикуемый Standard & Poor's. Тем не менее, новые рынки существуют, и было бы интересно увидеть, смогут ли они активизироваться, когда цены на жилье со временем прекратят снижение.

Другой рынок, начатый Шиллером, связан с «макроакциями», обращающимися на бирже ценными бумагами, которые позволяют инвесторам выражать оптимистическую или пессимистическую точку зрения относительно стоимости важнейших категорий активов и экономических интересов (любых, которые измеряются каким-либо индексом). Макроакции полностью обеспечены краткосрочными казначейскими бумагами США и денежной наличностью. Они выпускаются на срок до двадцати лет попарно: например, предположим, что ценные бумаги «повышение цен на нефть» и «снижение цен на нефть» первоначально эмитируются по 100 долларов каждая в момент, когда текущая цена на нефть равна этой сумме. Дилер первоначально покупает обе ценные бумаги, а затем продает их по отдельности. Инвесторы, делающие ставку на повышение цен на нефть, купят бума-

Вставка 2

Обследования и индексация инфляции

Один из способов выяснить, почему некоторые инновации приветствуются общественностью, а другие — нет, состоит в том, чтобы просто опросить людей об их отношении к предлагаемым новшествам. Шиллер именно так и поступил, проведя ряд обследований отношения общественности в различных странах к индексации инфляции. Эта работа, проделанная до 1997 года, была в конечном итоге направлена на понимание того, почему индексация инфляции не получила большего распространения в США. Использование обследований (вместо более сложной теории или математических моделей), возможно, не произвело впечатления на многих коллег Шиллера из академической среды. Но он считал, что «именно для этого нужна постоянная должность: мне не нужно делать то же самое, что делают другие», и иногда для понимания того, что движет поведением людей, проще всего спросить, почему они это делают. Даже если ответы на обследование нельзя принимать за чистую монету, они могут все же содержать сведения о том, на что люди обращают внимание при выборе из различных вариантов. За длительный период времени Шиллер использовал обследования не только для индексации и финансовых инноваций, но и для факторов, лежащих в основе значительных изменений цен на активы, таких как обвал фондового рынка в октябре 1987 года.

гу «повышение цен на нефть», а играющие на снижение купят бумагу «снижение цен на нефть». Когда цена на нефть повышается до 120 долларов, то бумага «повышение цен на нефть» стоит 120 долларов, а бумага «снижение цен на нефть» — 80 долларов. Дилер полностью хеджирует свой риск, и не один из инвесторов не сталкивается с риском контрагентов. Совокупный объем торговли намного превысил 1 млрд долларов, и Шиллер надеется, что будут обращаться также макроакции на цены на жилье, ВВП и другие макроэкономические переменные.

Загадка финансовых инноваций

Почему некоторые финансовые инновации пользуются успехом, а другие нет? Это остается своего рода загадкой. Как отмечает Шиллер, к сожалению, цены на жилье стали снижаться примерно в период создания нового рынка фьючерсов на жилье. Более того, цены на фьючерсы на жилье были ниже текущих цен, что указывало на ожидание падения цен

«Именно для этого нужна постоянная должность: мне не нужно делать то же самое, что делают другие».

на жилье с первых дней существования нового рынка. Безусловно, рынку не помогло, что ряд игроков в отрасли испытывал финансовые трудности, а также само снижение цен. Некоторые утверждают, что с жильем связано очень мало новых элементов, и, в частности, данные об индексах цен на жилье поступают только раз в месяц, что означает, что происходит слишком мало событий стимулирующих сделки на рынке индекса цен на жилье. Шиллер с этим не согласен: он отмечает, что поступает много новостей, не только о купле-продаже отдельных домов, но и о многих факторах, которые в конечном итоге сказываются на спросе на жилье (например, доходы и наличие инфраструктуры) и его предложении (процентные ставки и себестоимость строительства).

Вместе с тем, помимо особых условий и элемента удачи специалисты все чаще признают, что для успеха нового финансового продукта или рынка важным фактором является быстрое достижение критической массы. Шиллер отмечает, что иногда участник рынка проявляет интерес к открытию крупной позиции на рынке фьючерсов цен на дома, но отказывается, когда выясняется, что на этом рынке нет других крупных игроков. Действительно, Шиллер сравнивает новый финансовый рынок с вечеринкой: «Люди захотят прийти на вечеринку только если им известно, что там будут другие люди и эта вечеринка будет веселой». Поэтому все приходят на вечеринку и она оказывается успешной, или на нее никто не приходит. Часто бывает трудно предсказать, какой будет исход. (В научной литературе возможность таких резко отличающихся сценариев именуется множественными равновесиями, и взаимно усиливающие действия многочисленных сторон, которые лежат в основе такой неопределенности, именуется стратегическими комплементарностями.)

Шиллер также считает, что директивные органы могут сыграть важную роль в возникновении финансовых инноваций. Например, многочисленные именитые экономисты (в том числе Шиллер) в различные периоды прошлого столетия выступали за облигации, индексированные по инфляции. Но рынок для казначейских ценных бумаг, защищенных от инфляции, был введен в США лишь в 1997 году, и согласно Шиллеру (и другим), важнейшую роль в этой инно-

вации сыграл Лэрри Саммерс, занимавший в то время пост заместителя министра финансов. Кроме того, возможность измерять стоимость базовых активов или количеств также является необходимым условием для появления новых рынков: без индекса Кейса-Шиллера/Standard & Poor's цен на жилье рынок фьючерсов на жилье, вероятно, не был бы возможен. При этом надлежащее измерение является необходимым, но недостаточным условием: хотя данные о ВВП давно имеются по огромному большинству стран, рынок для предлагаемых Шиллером ценных бумаг на основе ВВП (пока) не заработал.

Будущее провидца

Каким Шиллер видит свое профессиональное будущее? Безусловно, готовится новая книга, на этот раз по бихевиористской макроэкономике, написанная совместно с Джорджем Акерлофом, в которой они выделяют роль «животных духов» и уверенности в определении макроэкономических результатов. Похоже, что эта книга имеет откровенно более научный характер: считает ли Шиллер, что недавние популярные книги отвлекали его от внесения вклада в научную литературу? Не скучает ли он по более техническим эконометрическим исследованиям, с которых он начал свою академическую карьеру? Шиллер уверяет, что он «по-прежнему может делать такую работу, может делать такие математические расчеты».

Более того, он не считает свои книги популярными, они могут рассматриваться как популяризация «только в том смысле, что я не включил в них математическую часть». Шиллер утверждает, что сейчас «от меня требуются другие вещи». В частности, он ожидает продолжение деятельности в качестве сторонника финансовых инноваций и посредника в их внедрении. Он указывает, что финансы должны работать на благо людей, но многие финансовые инструменты по-прежнему «относятся к XIX веку».

Основные экономические риски, с которыми сталкиваются люди сегодня, больше не покрываются страхованием. У нас есть страхование от пожара, но при более совершенных строительных нормах и средствах пожаротушения пожары уничтожают сейчас все меньше и меньше домов. Многие люди страхуют жизнь, но медианный возраст умерших уже не равен 45 годам; все меньше родителей умирает в возрасте, когда их дети еще не работают. Шиллер утверждает, что необходимы новые финансовые инструменты и рынки для защиты людей от снижения доходов или цен на жилье. Пусть его мечты станут реальностью. ■

Паоло Мауро является начальником отдела в Департаменте по бюджетным вопросам МВФ.

Литература

- Case, Karl E., and Robert J. Shiller. 2003. "Is There a Bubble in the Housing Market?" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, pp. 299–342.
- Shiller, Robert J., 1981, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" *American Economic Review*, Vol. 71, pp. 421–36.
- , 1993, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks* (Oxford: Oxford University Press).
- , 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- , 2003, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- , 2008, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).