

# Экономический рост и бюджетная политика: институциональные ограничения для России

**В.И. КЛИСТОРИН**, доктор экономических наук, Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирский государственный университет. E-mail: [klistorin@ieie.nsc.ru](mailto:klistorin@ieie.nsc.ru)

Рассмотрены причины замедления роста российской экономики и предлагаемые меры денежно-кредитной и бюджетной политики по его ускорению. Показано, что Правительство РФ и Банк России прилагают значительные усилия по ускорению экономического роста, однако эти меры не приносят существенного результата. Для ускорения экономического роста необходимы не традиционные макроэкономические инструменты стимулирования, а серьезные институциональные и структурные реформы. *Ключевые слова:* долгосрочный прогноз, пределы экономического регулирования, денежно-кредитная политика, международные резервы, бюджетная политика, суверенный долг, корпоративный долг, консолидированный долг субъектов РФ

## Российская экономика вступила в фазу стагфляции

Существенное замедление темпов роста экономики Российской Федерации в 2013 г. стало неприятным сюрпризом для Правительства РФ, но не для независимых аналитиков. Теперь это общепризнанный факт, и мы являемся свидетелями достаточно радикального пересмотра не только бюджетной политики на ближайшие три года, но и долгосрочных стратегических документов. Если по некоторым из них этого пока не произошло, то, несомненно, случится в будущем. Помимо неоднократного пересмотра параметров прогноза на 2013 г., Минэкономразвития меняло параметры и долгосрочного прогноза развития экономики<sup>1</sup> (таблица).

<sup>1</sup> Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года. Минэкономразвития России, Март 2013 г. URL: [http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/mer/activity/sections/macro/prognoz/doc20131108\\_5](http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/mer/activity/sections/macro/prognoz/doc20131108_5);

Пояснительная записка «О прогнозе долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года». URL: <http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/mer/activity/sections/macro/prognoz>

### Среднегодовые темпы прироста экономики РФ на период до 2030 г., %

Сценарий	Март 2013		Сценарий	Ноябрь 2013	
	среднегодовой темп прироста ВВП	изменение доли РФ в мировой экономике		среднегодовой темп прироста ВВП	изменение доли РФ в мировой экономике
Консервативный	3–3,2	–0,2	Консервативный	2,5	–0,6
Инновационный	4–4,2	0,5	Умеренно-оптимистический	3,5	0,0
Форсированный (целевой)	5–5,4	1,5	Форсированный	5–5,3	1,8

Источник: Минэкономразвития РФ.

Таким образом, процесс переоценки перспектив развития российской экономики в течение 2013 г. существенно ускорился. При этом наиболее вероятным мне представляется консервативный вариант сценария. В мартовском прогнозе указывалось, что для ускорения экономического роста (инновационный и форсированный варианты) необходимы переход к новой модели взаимоотношений между бизнесом и государством и существенное повышение качества управления. В ноябрьском варианте говорится, что для реализации даже консервативного сценария потребуется «продолжение активных институциональных преобразований, направленных на улучшение делового климата, развитие конкуренции, повышение качества и эффективности корпоративного и государственного управления...».

Следует отметить, что еще в 2012 г. аналитики обращали внимание на существенное замедление темпов экономического роста российской экономики и тревожные сигналы в виде замедления роста инвестиций, снижения эффективности их использования, стагнации промышленного производства, снижения сальдо текущих операций, ускорения оттока капитала и проч.

Но прогнозы экономических ведомств и, соответственно, бюджетная политика на 2013–2015 гг. строились исходя из гипотезы постепенного ускорения темпов прироста ВВП в эти годы, что вполне соответствовало оптимизму и брутальному стилю управления страной, сформировавшимся в «тучные» годы. Справедливости ради заметим, что умеренный

оптимизм по поводу темпов экономического роста в России разделяли и такие международные организации, как МВФ и Всемирный банк. В результате в течение 2013 г. экономическим ведомствам и международным организациям пришлось неоднократно пересматривать свои оценки в сторону понижения.

А.О. Баранов в своей статье «Замедление экономического роста в России и перспективы его преодоления»<sup>2</sup> представил квалифицированный анализ макроэкономической ситуации в российской экономике и причин, обусловивших замедление экономического роста. Он показал, что действительные причины стагнации в российской экономике существенно отличаются от названных в правительственных документах. Так, основными причинами падения темпов роста экономики Минфин РФ считает внешние: снижение темпов мирового экономического роста (нерешенные долговые проблемы Еврозоны и США, замедление темпов роста экономики Китая), снижение цен на нефть, а также некоторые вскользь упомянутые внутренние факторы<sup>3</sup>.

Такой анализ в правительственных документах вызывает недоумение, поскольку внешние факторы в 2013 г. были весьма благоприятны для российской экономики, особенно по сравнению с 2012 г. Европа в целом выходила из рецессии, в США и Японии наблюдался умеренный рост. Даже в Китае замедление темпов прироста до 7,5% в расчете на год не предвещало ухудшения условий для России, а с учетом подписанных межгосударственных соглашений влияние китайского фактора должно было быть

скорее позитивным. Цены на основные позиции российского экспорта в 2013 г. были выше, чем в 2012 г., и, самое главное, выше, чем в прогнозе Правительства РФ. Так, на нефть цены были выше прогнозных<sup>4</sup> более чем на 10 долл. за баррель, а на газ – более чем на 20 долл. за 1 тыс. м<sup>3</sup>.

Другими словами, причины снижения конкурентоспособности отечественной экономики следует искать внутри страны, в структурных диспропорциях и институциональном

<sup>2</sup> Баранов А.О. Замедление экономического роста в России и перспективы его преодоления // ЭКО. – 2013. – № 12. – С. 22–37.

<sup>3</sup> Основные направления бюджетной политики на 2014 год и плановый период 2015 и 2016 годов. URL: [http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2013/07/Osnovnye\\_napravleniya\\_budzhethnoy\\_politiki\\_2014-2016\\_gg.zip](http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2013/07/Osnovnye_napravleniya_budzhethnoy_politiki_2014-2016_gg.zip)

<sup>4</sup> Там же.

устройстве, а также в экономической и, как следствие, бюджетной и денежно-кредитной политике. Причем не только в 2013 г., но и за более длительный период.

Минэкономразвития РФ и Росстат называли и некоторые внутренние факторы замедления российской экономики, в том числе снижение конкурентоспособности отечественного бизнеса, снижение прибылей компаний, рост реального эффективного курса рубля, повышение тарифов естественных монополий и издержек на оплату труда. Сразу следует отметить, что все вышесказанное сводится к снижению конкурентоспособности российской экономики, а остальные факторы только расшифровывают это явление.

Такой анализ также неполон, поскольку не назван ряд очевидных причин. Среди них – высокая по современным меркам инфляция, коррупция и низкое качество управления компаниями (в первую очередь крупнейшими, особенно с участием государства), чрезмерное увлечение федерального и ряда региональных правительств крупными проектами с сомнительной экономической и социальной эффективностью, высокая степень монополизации и огосударствления экономики, а также чрезмерная милитаризация экономики, политика доходов, неэффективность работы государственного аппарата, неадекватность судебной системы и многое другое. Все эти факторы достаточно хорошо описаны в экономической литературе и публицистике и обсуждались если не на уровне Правительства РФ, то на экономических форумах в присутствии его членов.

Именно снижение конкурентоспособности отечественной экономики на фоне неблагоприятного предпринимательского и инвестиционного климата и является главной проблемой<sup>5</sup>. Стагнация экспорта и рост импорта, динамика процентных ставок и объемов кредитования, рост доли проблемных кредитов, недоинвестирование промышленности и, как следствие, усугубляющееся технологическое отставание не только от развитых, но и многих развивающихся стран – лишь следствие падения конкурентоспособности страны и растущего скептицизма инвесторов в отношении ее перспектив.

В экономическом анализе, как ни странно, самое трудное – это не перепутать причину со следствием, от чего

<sup>5</sup> Стародубровский В. Оценки предпринимательского климата в России // Экономическое развитие России. – 2013. – № 11. – С. 52-57. URL: [http://www.iep.ru/files/text/RED/Russian\\_Economic\\_Developments\\_11\\_2013.pdf](http://www.iep.ru/files/text/RED/Russian_Economic_Developments_11_2013.pdf)

зависят не только диагностика проблем, но и рекомендации по их разрешению. В упомянутой выше статье А.О. Баранов предлагает ряд мер денежно-кредитной и бюджетной политики. Нельзя сказать, что эти рекомендации неверны. Они соответствуют как господствующим теоретическим концепциям, так и опыту других стран. С другой стороны, среди профессиональных экономистов сложился консенсус в том, что краткосрочные темпы роста зависят в основном от агрегированного спроса, среднесрочные – от наличия ресурсов, а в долгосрочной перспективе – от качества институтов и человеческого капитала.

## Пределы денежно-кредитной политики

Многие специалисты, и А.О. Баранов в их числе, рекомендуют проведение более мягкой (в тексте – гибкой) денежно-кредитной политики, в частности отказ от сдерживания инфляции со стороны ЦБ РФ. В этом есть рациональное зерно, поскольку значительная доля инфляции в России носит немонетарный характер. Правительство это хорошо понимает, и в прошлые годы неоднократно озвучивались предложения по сдерживанию тарифов естественных монополий, а в 2013 г. – даже об их замораживании. В ответ монополии, находящиеся якобы под контролем государства, сообщали о сокращении своих инвестиционных программ, неизбежности массовых увольнений и необходимости принятия срочных мер господдержки. В результате воз и ныне там. Государство либо соглашается с ростом тарифов, либо увеличивает капитал компаний за счет своих ресурсов, либо идет на реструктуризацию задолженности и выделение новых кредитов со стороны государственных банков, либо все вместе.

Другая причина немонетарной инфляции – низкий уровень конкуренции. Эта проблема также хорошо известна. Свидетельство тому – многочисленные программы поддержки малого и среднего бизнеса, активная деятельность антимонопольных органов, значительные средства, выделяемые институтам развития для финансирования инновационных и инвестиционных проектов, и многое другое. Но все эти действия малоэффективны. Результаты государственных программ по развитию конкуренции близки к тем, что получены при решении проблем моногородов. С другой стороны, ресурсы монополий, как собственные и заемные, так и бюджетные, часто направляются на приобретение активов, а не на со-

здание новых мощностей. Большим ударом по малым предприятиям и конкуренции было повышение страховых выплат во внебюджетные фонды. Единственная сфера, где действительно наблюдается острая ценовая конкуренция, – это торговля, где импортные товары конкурируют с отечественными.

Третий фактор, толкающий цены вверх, – быстрый рост транзакционных издержек в результате увеличения числа и расширения функций всякого рода контролирующих и регулирующих органов. Этот перечень можно продолжать, но результат не изменится, отечественная экономика реагирует на рост доходов и спроса не столько изменением объема выпуска, сколько ростом цен и тарифов.

Все эти обстоятельства накладывают серьезные ограничения на денежно-кредитную политику ЦБ РФ. Многие экономисты предлагают, вслед за центральными банками США, Японии и многих других стран, снизить ставку рефинансирования и тем самым стимулировать экономический рост в России. Следует отметить, что «политическая» ставка в России достаточно давно определяется не столько ставкой рефинансирования, сколько ставкой ЦБ РФ по операциям репо и ломбардным кредитам.

Не так давно Банк России объявил ключевой процентную ставку по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на срок в одну неделю, а к 1 января 2016 г. обещает скорректировать ставку рефинансирования до ее

уровня<sup>6</sup>. До указанной даты ставка рефинансирования будет иметь второстепенное значение. На 13 сентября 2013 г. ключевая ставка составила 5,5% годовых. В дальнейшем она должна колебаться в пределах 4,5–6,5%, что примерно соответствует прогнозируемой величине дефлятора ВВП. Ранее ставки по операциям репо также составляли 5,5–6%. Кроме того, в 2013 г. был существенно расширен перечень активов, принимаемых ЦБ РФ в качестве обеспечения по кредитам. Поскольку все эти действия, несомненно, направлены на смягчение денежно-кредитной политики, то остается только проанализировать их эффективность.

<sup>6</sup> О системе процентных инструментов денежно-кредитной политики Банка России. Департамент внешних и общественных связей Банка России. URL: [http://cbr.ru/pw.aspx?file=DKP/130913\\_13504271.htm](http://cbr.ru/pw.aspx?file=DKP/130913_13504271.htm)

Что касается динамики процентных ставок по кредитам юридическим и физическим лицам, то на них влияет не только и даже не столько ключевая ставка ЦБ РФ, сколько ряд других факторов. Прежде всего, воспользоваться дешевой ликвидностью могут далеко не все банки. Многим приходится привлекать гораздо более дорогие деньги с рынка. Во-вторых, риски, связанные с платежеспособностью заемщиков, заставляют банки повышать кредитные ставки, что также негативно влияет на возможность клиентов обслуживать свой долг. Рост проблемных долгов толкает кредитную ставку вверх. Наиболее крупные и качественные заемщики предпочитают пользоваться услугами зарубежных финансовых рынков, что ухудшает качество заемщиков для отечественных банков. В-третьих, ЦБ РФ пока явно недостаточно борется с ростовщичеством, когда банки и небанковские кредитные организации с помощью множества уловок непомерно завышают кредитную ставку. Наконец, неопределенность, связанная с экономической политикой правительства, также не способствует снижению процентных ставок и удлинению сроков кредитования. При решении вопроса о дальнейшем смягчении денежно-кредитной политики следует также обратить внимание на динамику объемов рефинансирования коммерческих банков со стороны ЦБ РФ и средств банков на счетах в Банке России.

### **Бюджетный дефицит и качество управления общественными финансами**

Возможности использования инструментов бюджетной политики для ускорения экономического роста также нуждаются в комментариях. В последнее время все шире обсуждается проблема дефицита бюджетной системы Российской Федерации. Осенью 2013 г. этот вопрос рассматривался на совещании по бюджетным проектировкам на период 2014–2016 гг.

Еще до завершения последних президентских выборов бывший министр финансов А.Л. Кудрин резко высказался против бюджетной политики правительства. Собственно, он и ушел в отставку из-за разногласий по поводу наращивания государственных расходов, что казалось ему неразумным в условиях мировой стагнации и рисков, связанных с сырьевым характером российской экономики. Его точку зрения

поддержали многие деятели системной и, особенно, несистемной оппозиции, критикуя как быстрый рост расходов на содержание силовых структур и самого государства, так и непомерные расходы на мегапроекты, вроде Олимпиады или саммита АТЭС. Вне зависимости от взглядов все критики упирают на опасность роста дефицита бюджета в среднесрочной и, особенно, долгосрочной перспективе.

На фоне краткой постсоветской истории российской бюджетной политики подобные дискуссии представляются удивительными. В 1990-е годы замечательным достижением Правительства РФ считался дефицит бюджета в 6% ВВП при несопоставимо большем объеме суверенного долга страны. Но тогда оппозиция настаивала на резком расширении расходов и почти не говорила об их эффективности. Сейчас же дефицит составляет менее 1% ВВП, и все, включая президента, говорят о грядущих бюджетных проблемах, повышении эффективности расходов и их оптимизации. Последний доклад Института Гайдара и Академии народного хозяйства и госслужбы сообщает о высокой вероятности колоссального бюджетного разрыва в долгосрочной перспективе<sup>7</sup>.

Для обсуждения проблемы и стимулирования экономического роста за счет наращивания дефицита в современной России приходится напомнить о некоторых фактах. Как известно, дефицит бюджета нужен для того, чтобы профинансировать расходы за счет будущих поступлений, но по этой причине формируется и растет государственный долг, который надо рефинансировать и обслуживать. Стоимость того и другого зависит от надежности заемщика: его ожидаемых доходов, актуального финансового состояния и кредитной истории.

Профицит бюджета обычно наблюдается в тех странах и регионах, долг которых столь велик, что требует срочного погашения, поскольку иначе невозможно его рефинансировать и/или реструктурировать. Иногда профицит бюджета объясняется просто счастливым стечением обстоятельств. Примером является наша страна в начале 2000-х годов. Очень хорошо, если за счет дефицита бюджета создаются новые активы. Еще лучше, если они будут генерировать положительный денежный поток. Но значительная часть бюджетных

<sup>7</sup> Потомкам нынешних россиян останется 890 трлн рублей долга // Независимая газета. – 2013. 11 нояб. URL: <http://www.ng.ru/news/448923.html>

расходов не приводит к росту активов государства. Более того, некоторые объекты могут в дальнейшем потребовать роста текущих расходов на их содержание. Это означает, что в дальнейшем они будут генерировать отрицательный денежный поток. Судя по всему, расходы из государственных фондов на сочинскую Олимпиаду после ее завершения не прекратятся. Более того, со временем они могут существенно вырасти, если «частные» инвесторы смогут убедить правительство выкупить эти объекты или, по крайней мере, компенсировать часть понесенных затрат. Учитывая схемы финансирования и состав участников проекта, такой поворот событий кажется неизбежным.

С финансовой точки зрения приобретение или создание активов тождественны росту профицита бюджета, а распродажа активов – дефициту, поскольку поступление доходов от приватизации учитывается как доход бюджета и автоматически снижает его дефицит.

Государственный долг не может быть бесконечным. Его предельные размеры определяются способностью экономики наращивать доходы всех субъектов, включая и государство. После наполеоновских войн Англия имела долг, в 2,5 раза превышавший ВВП страны, что не мешало ей бурно развиваться и строить империю. Слабые экономики не могут позволить себе внешний долг даже в 30% ВВП и обычно ищут спонсора в виде международных или национальных фондов. Маастрихтскими соглашениями было предусмотрено ограничение дефицита бюджета стран-членов ЕС в размере 3% ВВП, поскольку предполагалось, что среднегодовые темпы экономического роста в долгосрочной перспективе будут составлять примерно эту величину. В результате отношение долга к ВВП будет стабильным. Темпы увеличения государственного долга России существенно

обгоняют темпы экономического роста. Только за 2013 г. суверенный долг вырос с 10 до более 12% ВВП.

Важнейшими индикаторами финансового здоровья страны являются доля долга в ВВП, степень диверсификации национальной экономики и ее зависимости от конъюнктуры мирового рынка, уровень развития финансовой, в частности банковской системы, состояние платежного баланса и международных резервов. Об особенностях российской экономики с этих позиций написано достаточно много. Напомним,

что дефицит федерального бюджета без нефтегазовых доходов в 2013 г. составит, по расчетам Минфина РФ, около 9,5% ВВП<sup>8</sup>.

Кредитная история России после дефолта 1998 г. почти безупречна, но дефолт все-таки был. Учитывая все эти обстоятельства, Минфин РФ может занимать на международных финансовых рынках по ставке 5–6% годовых, что немногим меньше, чем страны Южной Европы, чье экономическое и финансовое положение значительно хуже по сравнению с Россией.

Государственный долг нужен и для удовлетворения спроса на высоколиквидные активы. Кроме того, операции центральных банков на открытом рынке давно признаны эффективным инструментом регулирования экономического развития и роста.

Дополнительной проблемой российской экономики и ее финансового положения является значительный корпоративный долг. Если суверенный долг России невелик, то корпоративный (главным образом корпораций с государственным участием и системообразующих банков) – свыше 40% ВВП.

Значительную проблему для бюджетной системы России в средне- и долгосрочной перспективе представляет рост трансферта из федерального бюджета Пенсионному фонду. В 2013 г. на эти цели планировалось выделить 2,82 трлн руб.<sup>9</sup> Сам бюджет ПФР уже вполне сопоставим с суммарным бюджетом всех субъектов Федерации.

Накануне президентских выборов 2012 г. были опубликованы многочисленные обещания по повышению уровня жизни различных групп российских граждан в предстоящие годы и роста оборонных расходов. Кроме того, растут расходы на содержание государственного аппарата и ме-гапроекты. Эти обещания основывались на целевых проектировках прироста ВВП в размере не менее 5% в год. Но уже в 2012 г. не удалось уложиться в целевые параметры, а в 2012 г. прирост сократился до 1,5%, что близко к статистической погрешности. Отсюда – растущее беспокойство руководства страны по поводу исполнения бюджета и возможного роста дефицита и долга, особенно в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

<sup>8</sup> Основные направления бюджетной политики на 2014 год...

<sup>9</sup> Федеральный закон от 03.12.2012 № 216-ФЗ «О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов» (07.12.2012). URL: [http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2012/12/FZ216-FZ\\_ot\\_031212.pdf](http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2012/12/FZ216-FZ_ot_031212.pdf)

При обсуждении проблемы государственного долга важным вопросом является то, в каких валютах он номинирован. В США или Великобритании долг номинирован в национальной валюте, предложение которой в значительной мере определяется собственными центральными банками, которые и держат на своем балансе значительную часть суверенного долга. Другое дело – Россия. Ее внешний долг в значительной степени номинирован в иностранной валюте, равно как и долги крупнейших корпораций и банков. Поэтому корректно сравнивать внешний долг не только с ВВП, но и с международными резервами. Напомним, что летом 2008 г. внешний корпоративный долг составлял около 500 млрд долл., а международные резервы России – почти 600 млрд. Как известно, государство тогда оказало значительную поддержку корпорациям и банкам. Сегодня международные резервы составляют немногим более 500 млрд долл., а внешний корпоративный долг вырос почти до 800 млрд.

Надо отметить, что вне зависимости от степени лояльности Государственной думы исполнительная ветвь власти всегда пеклась о своей независимости. В 1990-е годы принимались фактически неисполнимые бюджеты, что де-факто позволяло исполнять бюджетные назначения выборочно. В нулевые годы была принята иная модель. Бюджетные доходы рассчитывались исходя из «консервативного сценария», что в конце года позволяло распределять «дополнительные доходы», и это также обеспечивало «свободу рук», поскольку депутаты были довольны участием в этом процессе. Если же консервативные проектировки бюджета не выдерживаются, то может быть поколеблена лояльность не только отдельных социальных групп, но и представителей власти и бизнеса. Напомним, что министр финансов А. Силуанов говорил о бюджетном маневре, предусматривающем пропорциональное сокращение всех статей и создании некоего финансового резерва.

## Призрак Рональда Рейгана

Более 30 лет назад администрация Р. Рейгана столкнулась с проблемой бюджетного маневра в условиях стагни-рующей американской экономики. Как известно, при высокой инфляции тогдашний председатель ФРС Пол Уолкер поднял ключевую процентную ставку с 1 до 6% годовых, что отсекло малоэффективные проекты и привлекло в США

капиталы со всего света. Администрация Рейгана пошла на снижение налогов и провозгласила политику увеличения военных расходов за счет сокращения социальных программ. В результате была предложена модель «нового федерализма», предполагающая передачу части социальных расходов на уровень штатов и муниципалитетов и подключение к их выполнению благотворительных фондов и некоммерческих организаций. Прелесть состояла в том, что при передаче ресурсов, необходимых для исполнения этих полномочий, можно было сэкономить, оставив часть ресурсов в федеральном бюджете. Столкнувшись с нехваткой ресурсов, власти штатов и городов уже в свою очередь должны были решать, какие программы продолжать, а какие – сокращать.

Не вдаваясь в продолжающуюся в нашей стране дискуссию об успешности или фиаско рейганомии, отметим, что подобная политика проводится в нашей стране уже не первый год. Доля расходов на оборону и силовые структуры постоянно растет, расходные полномочия передаются на уровень субъектов Федерации и муниципальных образований, средства, необходимые для их исполнения, передаются в меньшей степени, чем это необходимо, что якобы стимулирует региональные и местные органы власти к более разумному их расходованию. Идея понятна, но вряд ли реализуема.

В отличие от администрации Р. Рейгана, наши власти не только не идут на снижение налоговой нагрузки на бизнес и потребление домашних хозяйств, но в последние годы неоднократно повышали эту нагрузку. Рост тарифов и ставок арендной платы также сказывался на динамике реальных доходов большинства предприятий и домашних хозяйств. Меры по стимулированию деловой и инвестиционной активности в нашей стране также не всегда достигали желаемого результата.

Дефицит бюджетной системы Российской Федерации в последние годы постепенно перераспределяется на региональный и муниципальный уровни. Сейчас это в целом не опасно, суммарный долг этих ветвей власти составляет около 1,5 трлн руб. и не превышает 2,5% ВВП, а суммарный дефицит их бюджетов в 2013 г., по данным Минфина РФ, – 0,3% ВВП<sup>10</sup>. Но это означает, что темп прироста долга

<sup>10</sup> Объем государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований на 01.10.2013. – См.: URL: [http://www.minfin.ru/ru/public\\_debt/subdbt/](http://www.minfin.ru/ru/public_debt/subdbt/)

субъектов РФ и муниципалитетов в 2013 г. составит около 12%, а возможно, и все 15%. Напомним, что темп прироста суверенного долга – около 20%.

Следует отметить, что основные источники доходов региональных и местных бюджетов (помимо трансфертов) – налоги на прибыль предприятий и НДФЛ – практически не растут. Прибыль предприятий просто снижается. Поскольку заимствования на финансовых рынках обходятся федеральному бюджету гораздо дешевле, чем региональным и, тем более муниципальным, то такая политика достаточно рискованна.

При этом отметим, что сокращение расходов вовсе не означает повышение их эффективности, равно как и их увеличение вовсе не гарантирует достижение заявленных целей. Поэтому дискуссии вокруг бюджетной и промышленной политики будут только обостряться.

Разумеется, всякие исторические параллели условны. Даже не знаю, будет ли такое сравнение (с рейганомикой) для отечественных министров лестным или вызовет решительный отпор. Риски подобной политики заключаются не только в том, что Россия – не Америка, но и в том, что мы можем столкнуться с негативными ее результатами и не получить положительные. Тем более что усилия по стимулированию экономического роста могут оказаться недостаточными, поскольку промышленная политика фактически отдана на откуп крупнейшим государственным и полугосударственным монополиям.

Подводя итоги, можно утверждать, что правительство РФ и ЦБ РФ прекрасно осознают проблемы, вытекающие из наблюдаемого замедления экономического роста. Они пытаются использовать имеющиеся в их распоряжении инструменты денежно-кредитной и бюджетной политики для выхода из сложившейся ситуации. Но их возможности ограничены из-за ранее принятых обязательств, нарушение которых чревато конфликтами в самих властных структурах.

В начале экономических и политических реформ в нашей стране необходимо было отделить собственность от власти, высвободить энергию народа и направить ее на созидательные цели. Существовавшие в СССР институциональные условия и система взаимных обязательств не могли это обеспечить. Фактически те же проблемы стоят и сегодня на повестке дня.

## Три стороны одной медали

(Нобелевская премия по экономике 2013 г.)

Ю.П. ВОРОНОВ, кандидат экономических наук, Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирск. E-mail: [wrn@online.nsk.su](mailto:wrn@online.nsk.su)

В 2013 г. Нобелевскую премию по экономике «за эмпирический анализ цен активов» получили американцы Р. Шиллер, П. Хансен и Ю. Фама. *Ключевые слова:* Р. Шиллер, П. Хансен, Ю. Фама, анализ цен активов, Нобелевская премия

Сначала – немного статистики. Половину нобелевских премий по экономике лауреат получал единолично, 39% приходилось делить с одним коллегой, и лишь 11% – с двумя.

В 2013 г. для всех экономистов мира случилось неожиданное: впервые после 1997 г. Нобелевскую премию по экономике получили исследователи финансового рынка. Американцам Роберту Шиллеру, Питеру Хансену и Юджину Фаме присуждена совместная премия «за эмпирический анализ цен активов».

Для Нобелевской премии, на первый взгляд, как-то мелко. Если бы ее дали за выводы из этого анализа – тогда другое дело. Но еще больше парадоксального в сфере деятельности лауреатов. Объяснение начну с того, что всему миру регулярно сообщают индекс Доу-Джонса, главный показатель деловой активности. Появился он в 1880-е годы, когда Чарльз Доу, издатель ведущей деловой газеты США Wall Street Journal, выдвинул гипотезу, что динамику цен активов можно прогнозировать. В 1900 г. французский математик Луи Башелье доказал, что это не так, но он известен теперь лишь немногим специалистам.

Последователей у Доу всегда было больше, чем у его противника. Масса исследователей и практиков заняты анализом биржевых цен.

Фундаментальный анализ состоит в изучении длинных рядов и выделении в них трендов и циклических колебаний, что роднит его с методами, используемыми в естественных науках. Технический анализ – экзотическое явление, это приемы исследования коротких рядов, при которых в динамике цен и продаж выделяются некоторые типовые изменения. Один из лауреатов 2013 г. в большей степени склонен

3\*

к фундаментальному анализу (П. Хансен), другой – к техническому (Р. Шиллер), третий же считает, что оба бесполезны (Ю. Фама).

Как иронично отметил один из комментаторов, лауреаты напоминают трех слепцов, которые ощупывают слона. Одному под руки попался хобот, другому – нога, третьему – брюхо. У каждого свое мнение относительно этого слона, который называется «финансовый рынок». Но никакой иронии нет в заявлении Нобелевского комитета, где говорится о том, что лауреаты «заложили основы понимания цен на активы». Впрочем, от понимания до полноценной теории – большое расстояние.

Еще один комментарий сводится к тому, что вручение одной премии Фаме и Шиллеру – это все равно, что вручить одну премию по физике Копернику и Птолемею (хорошо известно, что Шиллер критиковал концепцию Фамы). Такое объединение противников, по-разному понимающих основы теории финансов, – неординарный шаг Нобелевского комитета.

На пресс-конференции по случаю присуждения премии Р. Шиллер отметил: лауреаты едины в том, что почти невозможно точно предсказать движение цен (или курсов акций) на ближайшую неделю, но есть возможность предвидеть их на следующие 3–5 лет.

В объяснении Нобелевского комитета сказано: понимание того, как формируется mispricing, т.е. дефекты ценообразования на фондовых рынках, и того, как и почему финансовые рынки не отражают эффективно доступную информацию, – одна из важных задач будущих исследований. Объединение противников в одну группу представляет собой негласное признание достижений тех, кто пытается ответить на один из важнейших вопросов современной мировой экономики: как случайные колебания цен в краткосрочном периоде определяют дефекты ценообразования на длительную перспективу? И как это связано с психологией? В перспективе это может избавить от финансовых «пузырей», чуть было не оказавшихся роковыми для мира в 1998 г. и 2008 г. А выводы новых лауреатов-экономистов очень далеки от расхожих суждений типа «все они жулики» или «давайте накажем».

Лауреаты отмечали: вся макроэкономика, в отличие от микроэкономики, построена на моделях, в которых отсутствуют риски. Но

есть и исключения. В частности, все события на финансовых рынках связаны с рисками, при этом они относятся, чаще всего, к макроэкономике. Однако такую очевидную связь в макроэкономических моделях стараются не замечать. Но приобретение любого портфеля ценных бумаг не приводит к безрисковым доходам в будущем, просто одни риски замещаются другими.

На эмпирическом материале лауреаты также доказали, что на малых временных интервалах действуют классические рыночные представления о выгоде и рациональном поведении, а на более длинных – определяющей оказывается психология, в которой много иррационального. Ведь до них считалось, что именно долговременные макроэкономические тренды имеют в своей основе рациональное поведение.

## Сердитый экономист

Физикам могут дать «нобелевку» за результаты эмпирического анализа, экспериментов или изучение природных явлений. Премии по экономике дают обычно за теорию, позволяющую в будущем лучше понимать реальные события. И вот теперь одним из нобелевских лауреатов стал Ю. Фама, занимающийся не теорией, а анализом особенностей функционирования финансового рынка.

Термин «grumpy economist» Юджин Фама получил за то, что многократно выступал с жесткими статьями «на злобу дня». Он – профессор бизнес-школы Чикагского университета, лауреат трех ключевых премий для специалиста в сфере финансов: Deutsche Bank (2005), Morgan Stanley за выдающиеся достижения в области экономической науки (2007) и Онассиса – в области финансов (2009).

Основные свои работы Фама написал в конце 1960-х годов. Он наиболее известен как автор так называемой «гипотезы эффективного рынка» (Efficient Markets Hypothesis – EMH), согласно которой вся информация уже заложена в стоимость ценных бумаг. Аргументируя свою гипотезу, Ю. Фама создал несколько рыночных концепций, которые до сих пор применяются экономистами и инвесторами<sup>1</sup>. В 1991 г.

<sup>1</sup> Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R. The adjustment of stock prices to new information // International Economic Review. – 1969. – №10. – P. 1–21; Fama E. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work // Journal of Finance. – 1970. – №25. – P. 383-417.

появилась его статья, на которую ссылаются теперь все<sup>2</sup>. До Нобелевской премии оставалось еще 22 года.

Финансовый рынок включает валютный и рынок капиталов, причем в каждой из частей существует еще и кредитный сектор. На валютном рынке обращаются не только деньги, но и краткосрочные долговые обязательства – безопасные и высоколиквидные вложения, на рынке капитала – долгосрочные обязательства. Рынок эффективен, когда информация быстро отражается на ценах. Тогда анализ цен повышает эффективность действий инвестора. В этом плане под эффективностью рынка понимается, в первую очередь, информационная. Гипотеза эффективности рынка состоит в том, что текущие цены содержат всю доступную информацию и являются несмещенными оценками ценности (стоимости) инвестиций, а информация о прошлых ценах непригодна для прогноза.

Существуют три формы данной гипотезы: слабая, средняя и сильная. Слабая предполагает, что текущие цены на активы всегда отражают прошлые цены и объем доступной информации, а прошлые цены актива с учетом доступной информации определяют текущие. Поэтому технический анализ (которым, отмечу, заняты тысячи исследователей) бесполезен для прогноза будущих изменений цен.

Средняя форма данной гипотезы утверждает, что вся публичная информация уже включена в цены активов и отражается в их динамике. Это не только сведения о прошлых ценах, но и финансовые отчеты и заявления компаний, действующие внешние обстоятельства и др. Нельзя выиграть на рынке, зная то, что знают все, а следовательно, финансовые отчеты компаний бесполезны для прогнозирования будущих цен и получения более высоких доходов.

Сильная форма гипотезы эффективного рынка допускает, что частная или инсайдерская информация также быстро отражается на рыночных ценах и не может быть использована для получения сверхдоходов, поскольку принятие решения на ее основе всегда запаздывает. Информация уже включена в динамику рыночных цен в более объективном виде, чем у инсайдеров. Информационная эффективность рынков базируется на конкуренции: нет конкуренции, нет

<sup>2</sup> Fama E. Efficient capital markets: A Review of Theory and Empirical Work II // Journal of Finance. – 1991. – №46. – P. 1575-1617.

свободного входа на рынок – рынок не может быть эффективным. Эта идея подтверждена многими десятилетиями эмпирического анализа, результаты которого показывают, что она не так уж и проста.

Главный вывод из эмпирических исследований состоит в том, что рынки более близки к эффективности, чем считали ранее. Меня лично это поражало всегда. Вот пример: вечером свергли Бокассу, императора Центральноафриканской Империи (была такая в 1970-е годы), а утром следующего дня на филателистическом рынке Новосибирска, хотя никаких официальных сообщений еще не было, цены на ее почтовые марки взлетели в 10 раз. Они сразу стали раритетом.

Если рынки информационно эффективны, то объявление корпорации о своих доходах должно немедленно отражаться на цене ее активов, и это влияние сильнее, чем результаты анализа прежней статистики. Нужно проводить, скорее, «event study», т.е. изучать эффект конкретного события, а не анализировать темпы, колебания или типовые изменения цен. За почти полвека существования гипотезы эффективного рынка наработано огромное число приемов такого анализа, истоком которых была четкая формулировка, сделанная Ю. Фамой в 1970 г.

В практике программистов есть два выражения: «глюк» и «баг». Первый означает неизвестно откуда появившийся дефект программы, второй – вероятнее всего, ошибка программиста. В анализе финансового рынка им соответствует пара других терминов – «fad» и «fashion». Первый – то же, что и «глюк», второй – когда у повторяющегося сбоя есть какая-то, чаще всего, не вполне надежная экономическая интерпретация. Зная «fad» или «fashion», нельзя корректно объяснить процесс, но можно прогнозировать. В этом плане большинство экспертов не признают работу нобелевских лауреатов научной, ведь очень многое в ней противоречит общепринятой традиции.

Так, Фама полагает, что термин «пузырь» (bubble) слишком неопределенный: под ним понимается период, когда цены существенно отрываются от economic fundamentals («обоснованной цены»). Но никто не знает, что такое обоснованная цена. В самих рассуждениях о «пузырях» содержится исходное допущение, что на рынке есть некто,

располагающий неограниченной суммой денег. И тогда те, у кого количество денег ограниченное, начинают постфактум говорить о том, что цены завышены.

## Пророк

Второй лауреат, профессор Йельского университета Роберт Шиллер, учившийся у Пола Самуэльсона, всегда публично заявлял, что не верит в гипотезу эффективного рынка. В 2006 г. он предупреждал о риске глобального кризиса из-за появления «теневого банковской системы», выполняющей функции банков, но фактически не регулируемой. В 2007 г., за год до краха Lehman Brothers, он предсказал скорые потрясения на рынке недвижимости США и последующую панику на финансовых рынках. В 2011 г. он вошел в список 50 самых влиятельных людей финансового мира, по версии Bloomberg. Эксперты долгие годы именно его называли ключевым претендентом на Нобелевскую премию с вероятной формулировкой – «за исследования волатильности финансового рынка и динамику цен на активы».

В 1981 г. Шиллер на материалах статистики доказал, что биржевой курс ценных бумаг существенно более волатилен, чем предполагаемый уровень дивидендов. Это прямо противоречило тому, что написано в учебниках. Согласно Шиллеру, в одни периоды биржевые курсы выше оборотов компаний, в другие – ниже.

Как и П. Кругман, Р. Шиллер публичен и часто появляется на страницах деловой прессы. В интервью телекомпании CNN он заявил, что для предотвращения финансовых кризисов нужно расширять полномочия регулирующих органов и создавать новые. Но в этом он не одинок. Уникальность же его в том, что с 1970-х годов он стал оппонентом основной линии в экономике финансов. Он не только показал, что цены на финансовом рынке отклоняются от прогнозируемых совсем не случайно, но и разработал систему методов для измерения этих отклонений. С начала 1980-х годов Шиллер начинает интенсивно прорабатывать вопросы психологии игрока на фондовом рынке<sup>3</sup> (этот факт наводит на мысль о том, какой вред наносят нашей экономической

<sup>3</sup> На русский язык переведена его книга «Иррациональный оптимизм» на эту тему.: *Shiller R. Irrational Exuberance* // Princeton and Oxford, Princeton University Press. Русский перевод: *Шиллер Р. Иррациональный оптимизм*. – М.: Альпина Паблишер, 2013.

науке паспорта специальностей, которые пересекают нарушения границ между научными направлениями). У будущего лауреата получилась новая наука – о поведении в финансовой сфере, behavioral finance.

Эмпирические исследования многих экономистов оформились в так называемую модель ценообразования капитальных активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM). В 1970-х годах была разработана усовершенствованная модель ССАМ (Consumption Capital Asset Pricing Model). Она распространилась по всему миру, став эталонной для подготовки финансистов. В 1982 г. П. Хансен по многолетним данным о ценах на акции доказал несостоятельность модели ценообразования ССАМ. Но тем не менее в 1990 г. Нобелевскую премию по экономике получили Г. Марковиц, М. Миллер и В. Шарп «за вклад в теорию формирования цены финансовых активов» и за «пионерную работу в теории финансовой экономической науки». Отбирать Нобелевскую премию не принято, но сейчас, после мировых кризисов 1998 г. и 2008 г., ее точно бы не дали.

Риск не получить Нобелевскую премию был и у Р. Шиллера. На следующий год после выхода его книги «Иррациональный оптимизм» лопнул «пузырь доткомов», итог искусственного роста цен на акции ИТ-компаний, начавшийся еще в 1995 г. И хотя в книге Шиллер отмечал «перегрев» фондового рынка США, большинство экспертов сходятся на том, что он прозевал обрушение американского фондового рынка в 2001 г.

В 2005 г. вышло второе издание книги, в котором Шиллер обратился к рынку недвижимости. Именно это принесло ему наибольшую популярность. Пузырь ипотечного рынка США привел к мировому кризису 2008 г. И здесь снова начинаются разногласия тех, кто объединен Нобелевской премией. Фама высказался в адрес Шиллера, что если всех постоянно пугать, то это вариант беспроигрышный – рано или поздно предсказанное сбудется. Правда, выбор именно рынка недвижимости как источника угрозы – это нетривиальный ход.

На любом рынке всегда есть спекулянты. Если рассматривать эту проблему с позиций экономики (а не морали), спекулянты полезны, поскольку, руководствуясь личной выгодой, лучше работают с информацией и помогают инвесторам правильно размещать ресурсы. Но как определить,

что спекулянтов стало так много, что содержать их уже накладно? Ответ на этот вопрос Ю. Фама и Р. Шиллер стремились дать в своих работах и в дискуссиях с другими нобелевскими лауреатами по экономике, в частности, с П. Самуэльсоном и Дж. Стиглицем<sup>4</sup>.

## Иррациональное поведение на рынке

К началу XXI века Р. Шиллер выразил свою концепцию финансов в книге, ставшей мировым бестселлером<sup>5</sup>.

Мысль о том, что человек ведет себя на рынке иррационально, сама по себе не нова и не может быть вознаграждена Нобелевской премией. Шиллер выразил ее так: «Любой бум на рынке недвижимости, как и на фондовом рынке, кажется мистическим и непонятным. Но всегда обнаруживаются какие-то расхожие объяснения, которые вовсе не обязательно являются правильными»<sup>6</sup>.

С конца 1990-х цены на жилье во многих странах мира резко пошли вверх. И, по мнению Шиллера, это не связано с кредитной или монетарной политикой. Причины – в особенностях человеческой психологии.

Для доказательства этого тезиса Р. Шиллер совместно с нобелевским лауреатом 2000 г. Дж. Акерлофом написал книгу «*Spiritus Animalis*, или Как человеческая психология управляет экономикой»<sup>7</sup>. Обращение к средневековой терминологии весьма показательно. Термин *Spiritus Animalis* взят из средневекового богословия и на русский мог быть переведен как «дух животворящий». И хотя в русском тексте *Spiritus Animalis* заменяется словосочетанием «иррациональное начало», это демонстрирует лишь невозможность объяснить поведение рыночного игрока через рациональность.

В книге выделены пять элементов психологии принятия инвестиционных решений: доверие, справедливость, представления о злоупотреблениях, денежные иллюзии

<sup>4</sup> См. обзор: *Malkiel B.G. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics* // Princeton University, CEPS Working Paper. – № 91. – April 2003.

<sup>5</sup> *Shiller R. Irrational Exuberance*. Русский перевод: *Шиллер Р. Иррациональный оптимизм*.

<sup>6</sup> *Шиллер Р. Иррациональный оптимизм*. – С. 47-48.

<sup>7</sup> *Akerlof G., Shiller R. Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Русский перевод: *Акерлоф Дж., Шиллер Р. Spiritus Animalis, или Как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма*. – М.: Юнайтед Пресс, 2010.

и воздействие историй. Без доверия человек не вышел бы на рынок. Но сфера доверия у каждого человека своя, и когда она у многих расширяется, начинаются рыночные коллизии.

Представления о справедливости – еще один психологический аспект, который определяет поведение игроков. На них основаны обмен, торговля и рыночная экономика в целом. При купле-продаже никто никого не неволит, хочешь – покупай, не хочешь – нет. Но если обмен или сделка купли-продажи оказываются несправедливыми, то поведение игрока на рынке становится иррациональным.

Авторы рассматривают исторические примеры из финансовой истории США. В частности, были периоды, когда ссудно-сберегательные ассоциации Штатов не стоили ни гроша, но они были привлекательны для владельцев, поскольку позволяли проводить сомнительные сделки с недвижимостью, получать «законные откаты», проводить недружественные поглощения и т.д. Авторы полагают, что именно они дали старт скачкообразному росту зарплат топ-менеджеров и породили массу прочих злоупотреблений. Из этого следует справедливость общего тезиса: «В ценах содержится вся информация». Если цены акций ссудно-сберегательных ассоциаций близки к нулю, но последние продолжают существовать, то это и есть информация о злоупотреблениях.

«Денежная иллюзия» проявляется в принятии решений о купле или продаже под впечатлением суммы вырученных денежных средств, без учета их покупательной способности. До Р. Шиллера и Дж. Акерлофа это явление не замечалось. Сюда можно отнести и отношение к сбережениям: чем человек моложе, тем в большей степени он подвержен денежной иллюзии. Например, студенты не связывают сбережения и финансовое обеспечение собственного будущего. И это означает, что принятые принципы моделирования и расчетов к ним не имеют никакого отношения.

В экономико-математических моделях проработаны разнообразные методы приведения капитальных затрат к последующим доходам. Но участники рынка действуют не под влиянием этих расчетов, факторами принятия решений выступают отмеченные авторами элементы психологии принятия решений.

По мнению Дж. Акерлофа и Р. Шиллера, психологически деньги делятся на три счета: текущий, депозитный и будущий. И для человека это – три разных вида денег. Кросс-курсы этих денег колеблются в зависимости от той ситуации, в которой человек находится. Оторванность от реалий на рынке недвижимости проявляется в том, что игроки убеждены: цены на недвижимость всегда будут только расти. Эту убежденность не могут преодолеть никакие экспертизы или результаты исследований. Их заслоняет афоризм Марка Твена: «Покупайте землю, ее больше не производят».

Еще один миф связан с тем, что человек обычно не вычисляет годовую доходность от операций с недвижимостью. Шиллер приводит такой пример. Пожилой человек продает в 2004 г. дом за 190 тыс. долл. и очень рад, так как купил его в 1948 г. всего за 16 тыс. Но за это же время потребительские цены выросли в 8 раз. Поэтому реальное увеличение стоимости его дома составило всего 1% в год (правда, он все это время жил в доме)<sup>8</sup>.

## Теория «пузырей»

В книге «Иррациональный оптимизм» описаны 12 факторов образования «пузырей» на рынках, в первую очередь, фондовом и недвижимости. На первое место Р. Шиллер поставил бурный рост капитализма и общества собственников. «Создается впечатление, что идеал капитализма переходит в крайность, когда значение (value) частной собственности все больше влияет на нашу жизнь»<sup>9</sup>.

На втором месте – «культурные и политические изменения, способствующие развитию бизнеса» (повышение роли материальных ценностей): «...мы почитаем успешного бизнесмена порой больше, чем талантливого ученого, художника или революционера»<sup>10</sup>. Шиллер отмечает, что даже ожидание снижения налога на прирост капитала оказало положительное влияние на фондовый рынок. Но само обсуждение такого снижения можно рассматривать как важное изменение общественного сознания.

<sup>8</sup> Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. – С. 57.

<sup>9</sup> Там же. – С. 74.

<sup>10</sup> Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. – С. 78.

На третьем месте – «новые информационные технологии». «Появление сотового телефона стало одним из поворотных моментов в мировой истории», а «впечатление измененного будущего, которое производит Интернет, намного ярче, чем то, что было вызвано персональными компьютерами и телевизорами»<sup>11</sup>.

На четвертом месте – «благоприятная денежно-кредитная политика». Хотя слово «благоприятная» в данном контексте выглядит двусмысленно. Речь идет о том, что ФРС и ее глава А. Гринспен ничего не сделали для того, чтобы предотвратить кризис 1998 г., связанный с «российским кризисом внешнего долга» (чего только не узнаешь от нобелевских лауреатов!).

Еще один момент усмотрен им во влиянии на рынок так называемого «бэби-бума» и последующего падения рождаемости. Переломным Шиллер считает 1966 г., начало сокращения рождаемости. Он разбирает две теории влияния демографии на фондовый рынок, указывая на их слабые стороны. Расширение делового блока новостей он увязывает с «надуванием» рынка. В частности, он считает войну в Персидском заливе стимулом к тому, чтобы американцы чаще смотрели новости. Влияют на создание «пузырей» и «оптимистические прогнозы аналитиков». Рекомендации продавать акции в начале века составляли всего 1% советов экспертов, тогда как в 1980-е годы – 10%.

Существенным фактором является также «распространение пенсионных планов с фиксированными взносами». Необходимость разбираться в правилах начисления пенсий привела к тому, что многие стали рассматривать акции как объект инвестиций. Рост фондов взаимных инвестиций – еще одна причина финансовых «пузырей». В 1982 г. в США было 340 таких фондов, в 1998 г. – уже 3513. Начало этого бума Р. Шиллер относит к 1974 г., когда в Штатах были введены индивидуальные пенсионные счета, и в фонды стали поступать деньги.

Снижение инфляции, порождающее эффект «денежной иллюзии», – важный фактор «надувания пузырей»<sup>12</sup>. Большинство опрошенных автором респондентов считают

<sup>11</sup> Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. – С. 80–81.

<sup>12</sup> Romer C.D., Romer D.H. (eds) Reducing Inflation: Motivation and Strategy. – Chicago,



инфляцию барометром общего благополучия и устойчивости экономики, что приводит к завышенным ожиданиям ими реальной прибыли или маржи. Жару добавляют СМИ, публикующие графики, не скорректированные на инфляцию.

Увеличение объемов торговли, появление дисконтных брокеров, дневных трейдеров и круглосуточной торговли привели к более глубокому проникновению фондового рынка в сознание и быт многих американских семей.

И, наконец, последний фактор появления финансовых «пузырей» – расширение «возможностей для азартных игр». Похоже, многие недооценивают то, что в последние десятилетия мир погрузился в азартные игры, чего раньше в истории не было. Шиллер отмечает, что «одновременно повышается и степень уважения к рынкам и частной собственности, а также восхищения «победителями» и презрения к «неудачникам»»<sup>13</sup>.

Эти факторы заставляют по-новому трактовать термин «иррациональный», который теперь в большей степени относится не к человеческому поведению, а к среде, в которой можно вести себя только иррационально.

Основная часть работ лауреатов посвящена виртуозному статистическому анализу динамики цен, к статьям прилагаются обширные результаты расчетов. Перечень 12 факторов образования финансовых пузырей относится к ним примерно так, как ботаника к биологии. Но такая работа также необходима.

## Индекс Кейса-Шиллера

Совместно с А. Вейсом и К. Кейсом Р. Шиллер еще в 1970-е годы разработал индекс рынка цен на жилье. Индекс оказался неплохим коммерческим продуктом, и вместе с двумя коллегами Шиллер создал компанию, которая с 1980 г. торгует его значениями под эгидой известного агентства Standard & Poor's. Методология расчета всем известна, но юридически защищена.

Индексы рассчитываются ежемесячно, используются скользящая трехмесячная средняя и методика так называемых повторяющихся продаж. Для каждого месяца индекс рассчитывается по двум предыдущим месяцам и текущему. Почему

<sup>13</sup> Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. – С. 107.

так, а не иначе? Объяснения нет, видимо, хорошо получается. Сейчас уже можно ссылаться на накопленный опыт удачных прогнозов.

Прежде всего, для индекса была построена довольно сложная двухсекторная двухуровневая выборка<sup>14</sup>. Для расчетов в форме «Композит-10» выбрано 11 MSA<sup>15</sup> (Бостон, Чикаго, Денвер, Лас-Вегас, Лос-Анджелес, Майами, Нью-Йорк Сити, Сан-Диего, Сан-Франциско, Вашингтон), для «Композита-20» – 10 (Атланта, Шарлотта, Кливленд, Даллас, Детройт, Миннеаполис, Феникс, Портленд, Сизтл, Тампа).

Основной параметр при расчете индекса – изменение цены между двумя продажами одного и того же дома, рассчитанного на одну семью. Цены общедоступны в центрах регистрации сделок. В данных обычно содержатся адрес дома, дата сделки, цена продажи, тип собственности, иногда – фамилии покупателя и продавца, а также размер ипотеки.

После выявления сделки по каждому дому для расчета индекса находят информацию о ближайшей предшествующей сделке по тому же дому, после чего из двух сделок формируется пара, называемая «повтор продаж», repeat sale. Пары показывают, как изменились цены по данному конкретному дому в предположении, что качество и размеры жилья неизменны. Все доступные сделки между независимыми участниками (arms-length transactions) для домов на одну семью являются кандидатами на повторы продаж. Когда их идентификация возможна, исключаются из рассмотрения те пары сделок, которые не отражают реальной рыночной стоимости недвижимости: сделки между зависимыми участниками (например, внутрисемейные), те, в которых меняется тип собственности (например, была частная, а стал кондоминиум) либо наблюдаются резкие отклонения цен, неправдоподобные для нормального рынка.

Каждый повтор продаж в каждом регионе (metro area) затем относится к одному из трех ценовых уровней (price tiers) – нижнему, среднему и высшему, в зависимости от цены первой (предыдущей) продажи.

<sup>14</sup> Более подробно см.: S&P/Case-Shiller Home Price Indices Methodology. – NY, S&P Dow Jones Indices: Index Methodology, May 2013.

<sup>15</sup> В статистике США MSA – это статистический городской (metropolitan) округ, который может не совпадать с границами города. В него входит, как правило, группа графств (counties), число которых не одинаково.

Данные группируются по трем ценовым уровням внутри каждого региона, затем строятся региональные индексы нижнего, среднего и высшего уровней в разрезе регионов. После чего применяются методы расчета взвешенной средней, где также используется ряд приемов, не все из которых обнародованы.

Шиллер пишет: «Построенный нами индекс цен на жилье далеко не идеален, и когда-нибудь я займусь его усовершенствованием, но на сегодня это лучшее, что можно найти для анализа...»<sup>16</sup>.

Популярность индекса Кейса-Шиллера наводит на мысль: почему у нас в России его не используют при анализе динамики цен на жилье? Причина в том, что наши органы государственной статистики не в состоянии предоставить данные, необходимые для его расчета.

## Новый классик математической статистики

Ларс Питер Хансен окончил Университет штата Юта в 1974 г., получил степень бакалавра по специальности «математика», в 1978 г. – степень доктора Университета штата Миннесота. С 1981 г. работает в Чикагском университете, с 1984 г. – профессором.

Питер Хансен – самый «молодой» из трех лауреатов, ему всего-то 60 лет. В 1982 г. он предложил уникальный статистический метод – обобщенный метод моментов (Generalized Method of Moments – GMM), применяемый для оценки неизвестных параметров распределений и взаимосвязей через обобщение классического метода моментов<sup>17</sup>. «Момент» в данном контексте означает некоторую функцию одной или многих случайных величин – чаще всего, их произведение или квадрат одной из них.

Наиболее распространенным моментом одной переменной является дисперсия, кроме нее, есть еще показатели скошенности и эксцесса. Самый распространенный момент двух случайных переменных – коэффициент корреляции, и т.д. Чтобы любая случайная

функция имела смысл, нужно ввести некоторые ограничения на сами случайные функции.

<sup>16</sup> Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. – С. 47.

<sup>17</sup> Hansen L.P. Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators // *Econometrica*. – 1982. – №50. – P. 1029-1054.

Например, утверждать, что они подчиняются некоторому теоретическому распределению (нормальному, равномерному и т.д.) либо изменяются в определенных интервалах и т.п. Эти ограничения и задаются моментами.

Обобщение метода моментов означает, что число условий превышает количество параметров, которые необходимо оценить. В общем случае такая задача решения не имеет, и П. Хансеном предложено минимизировать некоторый функционал, позволяющий получить приближенное решение.

Те, кто знаком с методом наименьших квадратов (МНК), смогут понять обобщенный метод моментов (ОММ) по аналогии. В МНК минимизируется квадратичная функция (сумма квадратов отклонений расчетных данных от фактических), в ОММ – любая квадратичная функция, на которую наложены некоторые условия.

Для большинства экономистов-математиков необходимость использования новых методов стала очевидной, когда в 1983 г. было доказано<sup>18</sup>, что метод наименьших квадратов неприменим при гетероскедастичности<sup>19</sup> неизвестной формы. При использовании ОММ вводится некоторое дополнительное ограничение, например, отсутствие связи между дисперсией и трендом. Тогда оценки оказываются несмещенными.

По сравнению с Шиллером Хансен исследовал дефекты ценообразования более приземленно, в меньшей степени отвлекаясь на категории типа «склонность к риску» и т.п. Тем не менее он выявил те внешние факторы, когда игроки становятся более осторожными или когда готовы платить больше.

Непосредственным поводом включения П. Хансена в трио лауреатов было то, что обобщенный метод моментов применялся для проверки гипотез, какие Ю. Фама и Р. Шиллер высказывали в отношении финансовых рынков.

В 2010 г. П. Хансен был удостоен награды фонда BBVA «Границы познания в экономике, финансах и менеджменте» за фундаментальный вклад «в понимание того, как экономические субъекты справляются с условиями риска

<sup>18</sup> Cragg J.G. More Efficient Estimation in the Presence of Heteroskedasticity of Unknown Form // *Econometrica*. – V. 51. – 1983. – №3. – Pp. 751–763.

<sup>19</sup> Гетероскедастичность – неоднородность, наличие переменной дисперсии (разброса).

и динамических изменений»<sup>20</sup>. Хансен – 12-й профессор Чикагского университета, получивший Нобелевскую премию по экономике, что сделало университет недостижимым для других вузов мира по числу лауреатов-экономистов.

## Калибровка против оценивания

Все экономисты, работающие с фактическими данными, вынуждены использовать процедуру оценивания<sup>21</sup>. Существенно реже применяют процедуру «калибровки». Проще всего ее объяснить на примере наук о земле как частный случай так называемой обратной задачи. Распределение значений зависимой переменной хорошо известно, независимой – значительно меньше. Тюнинг<sup>22</sup> модели состоит в том, чтобы при вычислении вероятных значений зависимой переменной значения независимой находились в осмысленном диапазоне значений.

Такой тюнинг состоит иногда из двух этапов: вначале значения независимых переменных согласуются с фактически встречающимися распределениями этих значений, затем идет многократная прогонка имитационной модели для убеждения в том, что модель с калиброванными значениями работает. Этот второй этап называется верификацией. Я подробно остановился на проблеме калибровки исключительно для того, чтобы пояснить, в какой понятийной среде работают лауреаты.

Тот, кто никогда не использовал калибровку в своих исследованиях, очень часто видит в ней исключительно «подгонку под результат»<sup>23</sup>. Но на самом деле этот метод представляет собой один из мощных инструментов моделирования, используемый, кстати, не только в исследованиях экономистов.

<sup>20</sup> BBVA – одна из крупнейших международных банковских групп, работает, в основном, в странах Латинской Америки. Присуждает престижные премии за выдающиеся достижения не только в экономической науке, но и в физике, химии, математике, биомедицине, ИТ-технологиях, экологии, современной музыке, исследованиях по изменению климата и по международному сотрудничеству.

<sup>21</sup> Hansen L.P., Heckman J.J. The Empirical Foundations of Calibration // *Journal of Economic Perspectives*. – 1996. – V. 10. – №1. – P. 87–104. Более точно – обратной задачи математической физики.

<sup>22</sup> Можно было бы сказать «подгонка», но об этом дальше.

<sup>23</sup> Wooldridge J.M. Applications of Generalized Method of Moments Estimation // *Journal of Economic Perspectives*. – 2001. – V 15. – №4. – P. 87–100.

\* \* \*

Никогда раньше по поводу нобелевских лауреатов по экономике не высказывалось столько шуток. В частности, присуждение премии сравнивается с тем, как если бы капитану «Титаника» вручили премию за лучшее в мире судовождение. Комментаторы, менее склонные шутить, сравнивают ситуацию с 1974 г., когда лауреатами стали непримиримые противники – Гюннар Мюрдаль (последовательный социалист шведского толка) и ультра-либерал Фридрих Август фон Хайек (называвший путь к социализму «дорогой к рабству»). Уже тогда их уподобляли двум врачам, которые лечат одну и ту же болезнь. Один рекомендует постельный режим и антибиотики, другой – утреннюю зарядку на свежем воздухе. И независимо от результатов им выдают одну премию на двоих. Оба лауреата, получив премию, высказались в том смысле, что пора бы уж Нобелевскую премию по экономике отменить. Ну

не дотягивает она до точных наук, ничего не поделаешь.

Эта же мысль приходит в голову, когда рассматриваешь список потенциальных кандидатов на Нобелевскую премию по экономике в 2013 г. Это 16 экономистов: Дж. Ангрис, Р. Барро, В. Баумоль, Д. Даймонд, А. Диксит, А. Дитон, В. Нордхауз, Д. Кард, А. Крюгер, П. Ромер, Р. Талер, Ж. Тироль, О. Харт, Д. Хаусман, Б. Хольмстром, А. Шляйфер. Все они – очень достойные люди, известные по многим работам, американские профессора, преимущественно из Кембриджа и Принстона.

Для российского читателя наиболее примечателен в этом списке последний потенциальный кандидат – Андрей Шляй-фер. Он был консультантом Госкомимущества РФ во времена приватизации. Его книга «Privatizing Russia», написанная совместно с М. Бойко и Р. Вишни<sup>24</sup>, была отчетом о проделанной работе, результаты которой мы все ощутили на себе.

В 1997 г. он был обвинен (в США!) в коррупции, и в 2005 г. суд (американский!) приговорил его к штрафу 28,5 млн долл. за «незаконный бизнес» в России. Шляйфер

<sup>24</sup> Boycko M., Shleifer A., Vishny R. Privatizing Russia. – MIT Press, 1995. Для российского читателя более доступна и, пожалуй, более наглядна статья: Шляйфер А., Вишни Р.У. Приватизация в России: первые шаги // Вопросы экономики. – 1992. – №9.

заплатил всего 2 млн, остальные 26,5 млн заплатил Гарвардский университет, где он работал профессором после обогащения в РФ. В университет эти деньги поступили неизвестно от кого, но если проследить их путь, источником наверняка окажется карман российского налогоплательщика.

А. Шляйфер имеет самый высокий индекс Хирша среди всех экономистов мира (56). И нынешние нобелевские лауреаты существенно от него отстают. Теперь, размышляя о будущей оценке российских экономистов с помощью этого индекса, приходишь к мысли, что лучший способ превзойти всех – уехать куда-нибудь далеко да посоветовать оттуда нечто полезное лично для себя.