

## Творчі дискусії з проблем соціально-економічного розвитку

**Барановський О.І.**, д-р екон. наук  
завідуючий відділом Інституту економіки  
та прогнозування НАН України

### ЕКОНОМІКА "МИЛЬНИХ БУЛЬБАШОК"

(Продовження. Початок див. у № 4 за 2008 р.)

Визначено сутність "бульбашок" у сфері економіки. Виявлено особливості "мільних бульбашок" на ринках акцій і споживчих кредитів, у сфері кредитування придбання нерухомості, надання позик середньому і малому бізнесу, на ринках нерухомості і деривативів; "мільних бульбашок" як наслідку надконцентрації ринкового, кредитного, відсоткового, валютного ризиків і ризику ліквідності та проаналізовано їх еволюцію. Розглянуто специфіку "перегріву" економіки (ринку).

**Небезпека кредитного буму.** Як свідчить аналіз зарубіжної практики, кредитний бум стимулює активне зростання інвестування в країні. Банки активно кредитують приватний сектор і для цього нерідко нарощують зовнішні запозичення. А стан поточного рахунку платіжного балансу зазвичай погіршується, оскільки значна частина споживаних товарів і устаткування імпортується. Проте головним чином кредитний бум підстьобує не реінвестування, а споживання і розвиток сектора так званих *nontradable goods* (будівництво, поліграфічна продукція, туристичні, транспортні, комунальні й інші послуги, торгівля). Простіше кажучи, нерухомість і послуги. Протилежність їм – *tradable goods* – промислові товари.

Зростаючі обсяги кредитування спочатку спрямовуються на фінансову підтримку споживання, яке у свою чергу стимулює розвиток секторів послуг і нерухомості. *Nontradable goods* упродовж буму постійно дорожчають, формуючи очікування довготривалості цього процесу, хоча в цілому по економіці інфляція не спостерігається. За такою схемою роздуваються цінові "бульбашки" в різних секторах економіки, наприклад на ринку нерухомості.

Вартість активів компаній збільшується, внаслідок чого підвищується їх здатність позичати і вкладати гроші. Запускається в дію "механізм фінансового акселератора", який посилює шоки в цінах активів компаній і поглиблює диспропорції в економіці. Спочатку споживачі, а потім компанії сфери *nontradable goods* стають основними позичальниками банків, відволікаючи ресурси з промисловості. Співвідношення боргу до активів у цих підприємств зростає. Причому з часом споживання як чинник стимулювання зрос-



тання сфери *nontradable goods* втрачає початкове значення. Йде інерційний процес розвитку цих сфер економіки.

Однак, коли безпідставність цього процесу стає очевидною, очікування різко переглядаються і фінансовий акселератор починає працювати у зворотному напрямі. Сектори послуг і нерухомості з величезною швидкістю стискаються, а ціни в них значно знижуються. Так, скажімо, після Другої світової війни кризи довелося пережити Канаді, де житлова нерухомість за три роки подешевшала на 21%, Ірландії – 28% за сім років і Нідерландам – на 48% за той самий строк. Середній показник падіння зафіксованих у різних країнах цін на нерухомість становив 35%. А чорна смуга для ринку затягувалася майже на п'ять років.

Ці процеси спричиняють зниження ВВП, який значною мірою збільшувався завдяки сфері *nontradable goods*. Знижується кредитна активність банків, а з нею – їх доходи. Фінансовий стан практично всіх компаній погіршується. Підсумком є загальна рецесія – зниження ВВП. Причому рецесія впливає на національні економіки завдяки, по-перше, радикальній зміні ситуації на ринках найважливіших експортних продуктів, а по-друге, – ґрунтовним змінам на ринках капіталів. Саме очікування рецесії погіршує ситуацію на фінансових ринках, тому кредитний бум вкрай небажаний для економік країн, що розвиваються. Необхідно утримувати темпи зростання надання позик у розумних межах [37].

За даними Fitch Ratings, у 2006 р. середній рівень реального глобального зростання обсягів кредитування досяг максимального значення в 14% – найвищий рівень з часу, що передував азіяській кризі 1997 р.

Пояснюється "мильна бульбашка" й "балансовим ефектом" (*balance sheet effect*). Зміна цін на фінансові активи безпосередньо впливає на баланси домогосподарств, фірм і фінансових посередників. Роздмухування "мильної бульбашки" спричиняє збільшення, а її здування – зниження вартості забезпечення кредитів. На піку фінансового буму гравці щосили використовують кредити для фондових спекуляцій. Коли тренд змінює свій напрям, коефіцієнти левериджа різко підскакують. Від позичальників починають вимагати додаткового забезпечення, а від банків – підвищення капіталізації для дотримання нормативів достатності власного капіталу.

Слід зазначити, що нормативи достатності банківського капіталу по країнах світу різняться (табл. 3) [38]. При цьому згідно зі звітами центральних банків 57 зарубіжних країн, середнє фактичне значення цього нормативу у світі досягає 14,35%, відношення власного капіталу до активів банківського сектора в середньому у світі дорівнює 7,68%, а відношення основного капіталу до активів, зважених за рівнем ризику, досягає в середньому 11,81%. До того ж, якщо за рубежом власний капітал формується переважно за рахунок статутного капіталу, то в Україні – і за рахунок інших джерел.

Таблиця 3

**Нормативи достатності капіталу в країнах, що розвиваються,  
і в державах СНД, %**

8	8,5	9	10	12
Казахстан	Таїланд	Колумбія	Сінгапур	Венесуела
Білорусія		Індія	Азербайджан	Киргизія
Чилі		Ізраїль	Вірменія	Грузія
Мексика			Україна	Молдова
Китай			Росія	Таджикистан
Гонконг				
Індонезія				
Південна Корея				
Малайзія				
Чехія				
Угорщина				
Польща				
Саудівська Аравія				
Туреччина				

*Джерело:* Моисеев С. Достаточность капитала банков: лоббизм крупнейших или реальная угроза? // Национальный банковский журнал. – 2007. – № 11.

Чинники недостачі капіталу носять як кількісний, так і якісний характер. У наших умовах, вона виникає, коли заощадження населення на банківських рахунках зростають, скажімо гіпотетично, у 2,3 раза, а залишки на корпоративних рахунках – у 1,8 раза, тоді як пропозиція кредитів зростає майже втричі. Однак банки не в змозі вчасно поповнювати капітал, внаслідок чого власні кошти банківського сектора збільшуються повільніше. Якісний чинник дефіциту капіталу полягає в зміні структури портфеля активів. Наприклад, протягом певного часу в портфелі не змінюється частка лише однієї групи активів, що характеризується найменшим ризиком, тоді як сумарна частка другої, третьої й четвертої групи активів неухильно знижується. Натомість банківські активи в основному зростають за рахунок п'ятої, найбільш ризикової групи.

Падіння котирувань на фондовому ринку погіршує фінансові результати і баланси (звідси і назва ефекту – *О.Б.*) усіх гравців без винятку, що змушує їх скорочувати поточні витрати. Витрати йдуть не на споживання, а на обслуговування боргів. Дж.Сорос зазначав: "Ми напозичали величезну кількість грошей, і тепер нам доводиться платити за рахунками". Перерозподіл доходів спричиняє скорочення сукупного попиту і темпів економічного зростання. При цьому в процесі руйнування фінансової піраміди існує кілька зворотних зв'язків: 1) зниження продажів і зайнятості зменшує товарні обороти, що призводить до подальшого послаблення кеш-потоків і падіння споживання ("*фінансовий акселератор*"); 2) зменшення поточних і прогнозованих доходів від активів відображається в падінні цін на них. Складається спіраль



дефляції боргу, вперше описана Ірвінгом Фішером (*Irving Fisher*) ще в 1933 р. на прикладі Великої депресії [39].

Причому кризи ліквідності, на відміну від кризи поганих боргів, можуть відбуватись і на фоні успішного розвитку реального сектора економіки. Класичним прикладом стала локальна криза 2004 р. в Росії, коли ряд непослідовних кроків регулятора (за негативного інформаційного фону) спровокував стиснення ринку міжбанківських кредитів (МБК) і паніку серед приватних вкладників [40]. Складнощі у визначенні рівня ризиків ліквідності пов'язані не лише з раптовістю їх реалізації. В оману можуть увести і пруденційні показники ліквідності, що відчутно перевищують граничні значення. Однак, незважаючи на це, ненадійність ринкових механізмів короткострокового рефінансування, як і раніше, визначає високий рівень ризиків ліквідності. Управління ними ускладнюється тим, що такі джерела додаткової ліквідності, як допомога власників чи регулятора через механізм репо (від англ. *repurchase agreement* – угода про зворотню купівлю), доступні не всім банкам, а МБК і продаж цінних паперів працюють лише в спокійний час.

Інститути фінансових ринків тісно пов'язані між собою. І розвиток кризових явищ на одних ринках спричиняє негаразди на інших. Так, наприклад, у разі здування "бульбашки акціонерного капіталу" банки, що видають кредити під забезпечення фондових активів, опиняються на межі банкрутства. Такий же негативний ефект може мати і втягнення банків у фінансові спекуляції, зокрема, пов'язані з операціями з нерухомістю. Останні можуть за певних умов супроводжуватися величезними збитками при реалізації застав, що істотно знижуються в ціні. А, скажімо, іпотечна криза в Сполучених Штатах не могла не ускладнити надання синдикованих кредитів. Натомість криза довіри до банківських установ переноситься і на фондовий ринок. Так, криза іпотечного ринку не могла не позначитися негативно на американському ринку облігацій, через який фінансуються практично всі витрати в США – від держвидатків до інвестицій компаній і споживчих кредитів домогосподарств.

"Бульбашки", подібні американським, формуються і в нас. До останнього часу банкіри легко парировали подібні твердження, вказуючи на низький рівень проникнення банківських послуг і необхідність відновити втрачену в 1990-ті рр. капіталізацію. Однак усе більше показників ринку свідчать про його поступове насичення. Наприклад, показник, що найбільш часто наводиться банкірами, – відношення позик фізичних осіб до ВВП – уже перевищив 20% (на 01.01.2008 – 22%), випередивши показники більшості країн ЦСЄ. І хоча до параметрів єврозони (54,1%) поки далеко, чи не пора зробитися розсудливішими?

Другий критерій – кількість банківських відділень на мільйон жителів в Україні (380) – також уже перевищив усі сусідські аналоги (найближчий польський – 320). Можливо, цей показник і не надто стосується справи. Не-



хай він полічений з урахуванням відділень Ощадбанку (а чим вони не повноцінні точки банківських послуг?). Але сам факт свідчить про те, що українські банкіри схильні часом переборщувати...[41].

**Історизм "економіки мильної бульбашки".** Термін *"економіка мильної бульбашки" (bubble economy)* з'явився з легкої руки видавництва Asahi і первісно означав процеси, що відбувалися в японській економіці наприкінці 1980-х рр. Хоча існує версія, що цей термін пов'язаний з британською фінансовою історією XVIII ст. "Мильними бульбашками" прозвали акціонерні компанії, акції яких штучно "надували" на біржі, що приносило великі прибутки групі спекулянтів і зв'язаних з ними державних чиновників. Все це скінчилося одним з перших великих біржових крахів в історії. Д.Хейес називає цей епізод фінансової історії "дідусем" усіх потрясінь, пов'язаних з "мильними бульбашками" [42]. Одним із перших, хто ще в 1720 р. скористався дефініцією "мильна бульбашка" стосовно до ситуації на фінансовому ринку, був автор Гулівера Джонатан Свіфт. Його поема так і називалася "The Bubble" ("мильна бульбашка"). У ній була дана сатирична версія подій "бульбашки" Компанії південних морів, що саме тоді лопнула. На думку французьких економістів того часу, фінансова система була ахіллесовою п'ятою Англії. Зокрема, Саладен і Монбріон доводили, що якщо закрити порти континенту для колоніальних товарів, "мильна бульбашка" лопне. А Д.Тененбаум, науковий консультант у Шіллеровському інституті, пов'язує виникнення "економіки бульбашок" з *"рейганомією"*: "У тому ж 1985 р. була започаткована політична лінія, що призвела до появи "економічної бульбашки" Японії в 1986–1991 рр. По суті, японська "економіка бульбашки" не була японським явищем як таким, вона була інтегральною частиною глобальної "фінансової бульбашки", яка почала надуватися у зв'язку із запуском у дію "рейганоміки" [43].

*"Економікою мильних бульбашок"* назване швидке зростання в Японії в другій половині 1980-х рр. ринкової вартості фінансових активів, у які вкладалися вільні грошові кошти заради одержання чисто спекулятивного прибутку. У Японії виявилось два джерела таких коштів. Перший – дуже високий рівень заощаджень населення. У 1980-х рр. середня родина міських робітників чи то службовців відкладала 24–28% свого річного доходу, а сільська – понад 35% [44]. Причини цього явища, характерного для періоду "розвитку, що доганяє", мали як *інституційну природу* (споживчий і житловий кредит був розвинений ще слабо, рівень соціального захисту населення був недостатнім, системи податкових пільг по інвестиціях у нерухомість не існувало), так і *психологічні корені*. Японці тримали близько половини своїх особистих заощаджень у формі банківських депозитів, і гроші населення становили понад 40% депозитної бази банків. Високий рівень заощаджень у розвиненій



країні зовсім не безпечний, оскільки він створює постійний надлишок капіталу при нестачі споживчого попиту.

Друге джерело – могутня конкурентоспроможна промисловість, що реалізовувала на зовнішніх ринках понад третину своєї продукції. Починаючи з 1981 р., Японія постійно мала активний баланс розрахунків за поточними операціями, який не компенсувався вивозом капіталу. Тривалий експортний бум і приплив заощаджень громадян викликали величезне зростання депозитів у комерційних банках, обсяг яких на 1989 р. був уже порівнянний з 120% ВВП. Ліквідні кошти банків вкладалися не стільки у виробничі потужності промислових підприємств, скільки в спекулятивні угоди промислових, торговельних і ріелтерських компаній з акціями і нерухомістю.

Спекулятивний бум у Японії почався в 1985 р., коли разом з прискореною лібералізацією кредитно-фінансової сфери різко підсилювався попит на офісні приміщення в центрі Токіо. У цей же час був узятий курс на скорочення бюджетних видатків і ліквідацію фінансового дефіциту державного сектора. При цьому уряд покладав великі надії на приватизацію і дерегулювання, розраховуючи на підвищення ефективності виробництва і зростання податкових надходжень. Проте податкове законодавство виявилось до цього не готовим, і спекулятивні операції з землею стали приносити значну вигоду. Приватизуючи державні залізниці і розпродаючи земельні ділянки навколо них, а також інші державні землі, держава побоювалася падіння цін на землю і тому була зацікавлена в їх роздуванні. Гонка цін на землю і земельні спекуляції настільки загострилися, що в жовтні 1987 р. був ухвалений закон про посилення оподаткування короткочасних власників землі, тобто тих, хто продав її до закінчення дворічного строку після придбання. Це мало б остудити спекулятивну гарячку. Восени 1987 р. на Нью-йоркській біржі трапився крах, що одержав назву "чорного понеділка". Але змінити курс на лібералізацію кредитно-фінансової сфери було вже неможливо, і крах Нью-йоркської фондової біржі прискорив розвиток "мильної бульбашки" в японській економіці. Курси акцій і ціни на нерухомість в США впали, і японські спекулянти, розбагатілі на земельних аферах усередині країни, стали вкладати капітали в зарубіжні активи. Водночас почалося швидке зростання курсу єни, яке робило зарубіжні капіталовкладення ще більш привабливими [45].

Здійснені Банком Японії у травні 1989 р. обмежувальні заходи і підвищення облікової ставки результатів не принесли. Відміна принципу диференціації відсотка по банківських позиках залежно від їх призначення розширило участь як банків, так і небанківських організацій у спекуляціях на фондовій біржі в розрахунку на надприбуток від курсової різниці. Так само, як ціна на землю перестала бути капіталізованою рентою, а визначалася розрахунками на її подальше підвищення, так і курси акцій перестали бути капіталізованим дивідендом і стали залежати тільки від очікувань зміни курсової різниці. Ви-



никла застава система, коли для одержання нових пакетів акцій чи нових ділянок землі закладалися вже наявні. Так, станом на початок 1990-х рр. із загальної суми непогашених позик у 7,4 трлн єн, виданих на фінансування купівлі нерухомості, 60% було видано під заставу землі.

Не обходилося і без курйозів. Так, японська "булька" (Хейсей бум) почала роздмухуватися в 1986 р. За рік ціна на нерухомість потроїлася. Рекорд на вартість землі під будівництво не побитий і досі. З 1985 по 1990 р. ціни землі під житлове будівництво зросли в середньому по країні приблизно в сім разів. На піку буму один квадратний метр землі в престижному районі Токіо міг коштувати до 350 тис. дол. США. Тут також виникли гідні подиву ситуації. За таких цін виходило, що невеликий вулканічний архіпелаг, на якому знаходиться Японія, коштує приблизно стільки ж, скільки решта землі на нашій планеті. Умовна ціна землі, на якій розташований комплекс імператорського палацу в Токіо (а його можна за годину-півтори без особливих зусиль обійти по периметру стін), зрівнялася з цінністю всіх земель величезного американського штату Каліфорнія [42].

З літа 1991 р. почав зростати тягар невипланих відсотків, що лежав на небанківських інститутах, на балансах цих організацій зростали також суми непрацюючих активів. Оскільки небанківські інститути використовували для земельних спекуляцій довірчі фонди своїх клієнтів, кількість підприємств, втягнутих у спекулятивний бум "мільної бульбашки" виявилася надзвичайно великою. Однак у лютому 1990 р. курси акцій на Токійській фондовій біржі раптово обрушилися, з грудня того ж року стали вводитися обмеження на земельні операції. У 1991 р. "економіка мільної бульбашки" вилася в біржовий крах і руйнування земельного ринку.

У квітні 1990 р. уряд увів "Правила фінансування операцій з нерухомістю", після чого почалося різке зниження питомої ваги цих позик в активах банків. У травні 1991 р. ці обмеження були скасовані, але до того часу спекулятивний бум уже закінчився, залишивши в спадщину істотну нестійкість японської економіки. Цікаво відзначити, що в період буму "мільної бульбашки" обсяг банківського кредитування реального сектора зменшувався, незважаючи на лібералізацію кредитно-фінансового сектора і зниження облікової ставки Банку Японії. Зростання кредитування реального сектора відновилося лише після краху економіки "мільної бульбашки".

За 1991–1994 рр. ціни на землю впали на 556 трлн єн, а сукупна вартість акцій знизилась на 490 трлн єн. Іншими словами, ринкова ціна сукупних фінансових активів (корпоративних акцій і землі) впала більш ніж на 1000 трлн єн, що відповідало більш ніж дворічному ВВП. Економіка Японії увійшла в смугу тривалого застою і позбувалася наслідків "мільної бульбашки", що лопнула, упродовж усіх 1990-х рр. Першими розорилися компанії, що виростили на фінансових спекуляціях, потім постраждали великі ріелтори, що купували під



кредити банків земельні ділянки для забудовників, потім ланцюгова реакція охопила будівельні компанії і стала розповсюджуватися все ширше і ширше. У міру падіння ринкових цін акцій і земельних ділянок виявлялися і накопичувалися безповоротні борги банкам. Нарешті, у 1995–1997 рр. кілька великих банків були оголошені банкрутами (у тому числі Банк довгострокового кредиту і Японський кредитний банк – два з трьох банків довгострокового кредитування), а в 1998 р. закрилась одна з провідних брокерських компаній – "Ямаїті сьокен". Державний бюджет втрачав податкові надходження, і бюджетний дефіцит, що покривався емісією боргових зобов'язань, у 1996–1997 фінансовому році дійшов до небезпечного рівня в 43,6% видаткової частини. Бюджетна система Японії опинилася в глибокій кризі [44].

Не випадково перша системна реформа (реформа так званого "Великого вибуху" – Big Bang Reform Programme), оголошена кабінетом Хасімото в 1996 р. після низки рефлекторних і маловдалих спроб його попередників привести економіку в норму від наслідків руйнування фінансової "мильної бульбашки", була підпорядкована ідеї забезпечення першочергової життєздатності саме фінансово-банківської сфери як необхідної (але недостатньої) умови всіх наступних перетворень соціально-економічного життя.

"Економіка мильної бульбашки" і подальше зростання цін на нерухомість психологічно буквально роздавили мільйони японців, занурили їх в депресію на багато років. Люди просто не знали, що робити, як заробити на життя.

Таким чином, ілюзорне благополуччя в період "економіки мильної бульбашки" небезпечно не тільки розвалом фіктивної економіки і потужним потрясінням для суспільства, але й руйнуванням зв'язку між інвестиціями й інноваціями, для відновлення якого потрібен час.

"Пірсинг" будь-якої "бульбашки" – це крах чіхось надій. "Капіталізм без крахів – те саме, що релігія без гріха", – переконаний Алан Мельтцер (*Allan H. Meltzer*), професор з Карнегі Меллон. Не випадково "The Economist" процитував у рамках аналізу іпотечної кризи такий жарт: "Хотілося б навести веселу фразу, яку кинув хтось з аналітиків Citigroup: "Коли лопається одна "мильна бульбашка", це дає підстави для появи іншої" [43].

"Економіка мильної бульбашки" – явище інтернаціональне. При цьому багато з "мильних бульбашок" на ринку виникали, і це достатньо парадоксально, після затяжного періоду низької відсоткової ставки, цінової стабільності або безпеки дефляції в економіці. Колишній глава ФРС А.Грінспен відзначив: "Бульбашки виникають у періоди низької інфляції і стабільно низьких ставок по довгострокових кредитах. Інакше кажучи, один з недоліків стабільної економіки в тому, що вона часто генерує "бульбашки". Причому негативні наслідки завжди були значно менше від позитивних. Але вибір завжди за нами" [43]. Він наголосив, що центральний банк завжди може запобігти виникненню "бульбашок" шляхом сприяння інфляції. У нестабільно-





му інфляційному середовищі, вважає колишній глава ФРС, бульок не буває. А.Грінспен також зазначив, що бульбашки на ринках нерухомості спостерігаються в 20–40 країнах, починаючи з Великобританії, по всій Азії і Європі, за винятком Німеччини. А аналіз доступної інформації свідчить: тільки за останні 35 років у світі було зафіксовано більше десяти випадків розриву так званих "мильних бульбашок".

Треба зазначити, що модель економіки "мильної бульбашки" стала прообразом тієї велетенської віртуальної "фінансової бульбашки", яка сьогодні нависає над усім світом. Японська "мильна бульбашка" мала незрівнянно менший розмір і лише локальне значення. Спираючись на ресурси однієї лише Японії, вона мала й обмежені рамки в часі. Однак слід віддати належне правлячим колам Японії, які, нехай і не зовсім своєчасно, але й не надто пізно оцінили небезпеку і вжили відповідних заходів.

Ще одна світова тенденція: "мильні бульбашки" формувалися і вибухали паралельно з ухваленням поправок до фінансового законодавства, що змінювали правила гри, встановлені на ринку. Наочний приклад тому – країни Південно-Східної Азії. Тоді як Японії терміново довелося звільнитися від капіталу, що нагромадився, і вкладати кошти закордоном, ці країни, навпаки, відкрили доступ зарубіжним інвестиціям. Такий збіг спричинив бум на ринку іпотеки і стрімке подорожчання нерухомості в Таїланді, Індонезії, Малайзії, Кореї, Гонконгу, Філіппінах і Сінгапурі.

У грудні 1997 р. в авторитетному німецькому журналі "Інтернаціонале політик" (видається Німецьким товариством зовнішньої політики) була опублікована стаття під характерним заголовком "Великі кризи нашого часу". У ній автор, видний політолог Вольфганг Вагнер, аналізуючи становище у світовій економіці, підкреслював, що глобалізація в ній відбулася, насамперед, у сфері фінансових ринків. У результаті, на його погляд, "виникли, завдяки вибуховому розвитку комунікаційних технологій, такі явища, які держави жодним чином не можуть уже проконтролювати".

В іншій статті в тому ж журналі при розгляді витоків фінансово-економічної кризи в Південно-Східній Азії ("Кінець століття Азії? Наслідки валютної кризи") використовується термін "*bubble economy*" – економіка "мильної бульбашки". Бернхард Май, автор даної статті й експерт Німецького товариства зовнішньої політики, зазначив: "масований приплив капіталу з різних країн у сполученні з неприборканою кредитною експансією призвів до виникнення спекулятивної "мильної бульбашки" на ринках цінних паперів, а також ринках нерухомості" [46].

Дійсно ж термін "економіка мильної бульбашки", як зазначив М.Ізвеков, стає все більш застосовним щодо всього світового господарства, включаючи й економіку Сполучених Штатів. У найбільш розвинених країнах в останні роки досить помітна тенденція до падіння питомої ваги реальної



економіки, тобто матеріального виробництва у ВВП. Найбільш виразно вона проявляється в США, де, за оцінками деяких американських економістів, реальний сектор забезпечує лише близько 20% ВВП. Натомість процвітають фінансово-банківський сектор, сфера послуг, інформатика, особливо розробка комп'ютерних програм, індустрія розваг, включаючи "індустрію пороку" (*industry of vice*), не кажучи вже про наркоторгівлю й інші форми кримінального бізнесу. У зв'язку з цим з'явився ще один термін для характеристики даної тенденції – "економіка казино" [46].

Як підкреслює Дж.Сорос, теорія рефлексивності, хоча й не дозволяє робити надійні прогнози, має значну пояснювальну силу. Насамперед, вона пояснює, чому пануюча тенденція на ринку може бути такою, що або самозміцнюється, або самопослаблюється. Для створення "мильної бульбашки" пануюча тенденція має первісно самозміцнюватися доти, доки вона не втрачає стійкість і не змінюється спадом – самозміцненням у протилежному напрямі і, відповідно, послабленням. Усі цикли підйому/спаду відбуваються за цим зразком [47]. При цьому в термінологічний обіг входить і спеціальна дефініція "цикл бульбашок". Так, зокрема, відомий венчурний капіталіст Е.Йенсен (Eric Janszen) у статті, опублікованій журналом Harper's Magazine, зазначає, що "поява нових "бульбашок" неминуча, оскільки без них економіка США не зможе існувати. На зміну діловому циклу прийшов цикл "бульбашок" [43]. Йенсен підкреслює, що "бульбашки" на ринках високих технологій і нерухомості утворилися в одному часовому проміжку тривалістю 10 років, кожен з них породив трильйони доларів ефемерного багатства". Особливої уваги заслуговує експертна оцінка Йенсеном перших знакових криз початку XXI ст.: "Бум високих технологій на рубежі віків створив ринкову вартість у розмірі 7 трлн дол. США, "бульбашка на ринку нерухомості" призвела до появи ілюзії багатства на суму 12 трлн дол. США".

Відрив фінансової системи від реальної економіки не означає, що зв'язок між ними зникає. Навпаки, зв'язок і залежність розширюються, але набувають негативного характеру. Сфера фінансових операцій починає у все більших масштабах акумулювати капітал, який замість прямих інвестицій у виробництво йде в спекуляцію. Розвивається феномен "економіки мильної бульбашки" [48]. Неконтрольоване транскордонне переміщення величезних мас капіталу – в основному у вигляді короткострокових портфельних інвестицій – і концентрація його у сфері фінансових спекуляцій породжує зростаючу нестабільність всієї системи світового ринку, про що свідчать валютно-фінансові кризи 1987 і 1997–1998 рр., що потрясли всю систему міжнародного фінансового ринку, актуалізуючи питання про перегляд низки фундаментальних догм неолібералізму.

У науковому обороті використовується і поняття *ефекту "мильної бульбашки"* (*"bubble phenomena"*). Найяскравішим його прикладом є створення штучного попиту на гроші при будівництві піраміди боргових зобов'язань.



"Мильна бульбашка" характеризується трьома складовими: швидким зростанням цін на фінансові активи<sup>1</sup>, розширенням економічної діяльності й постійним збільшенням грошової пропозиції та кредиту. Причому зростання цін на фінансові активи може бути як адекватним, так і ірраціональним. Адекватним воно є тоді, коли за ним стоїть поліпшення ситуації в реальному секторі економіки: збільшення продуктивності праці, наукові відкриття, відмінні фінансові результати тощо. Якщо ж нічого подібного не спостерігається, а ціни зростають, фінансовий бум перетворюється в "мільну бульбашку" [39]. Причин тому може бути кілька: "стадна" поведінка інвесторів, недосконале регулювання ринку, фінансова лібералізація тощо.

Проблема "мільної бульбашки" виникає за наявності ряду чинників. По-перше, інвестори вкладають занадто багато грошей в покупку акцій компаній, що діють в одному секторі економіки, і не приділяють достатньої уваги іншим галузям. Одним із прикладів цього є бурхливе зростання інтернет-компаній у середині 1990-х рр., що супроводжувалося неймовірним зростанням котирувань їх акцій на фінансових ринках. По-друге, відчуваючи себе багатими, інвестори витрачають занадто багато. Насправді багатство є лише ілюзією, заснованою на поточних котируваннях. По-третє, фінансові інститути (зокрема банки) надають занадто багато "поганих" кредитів. Щось подібне відбулося в Японії, де банки зіткнулися з масовим неповерненням кредитів, що спричинило затяжну фінансову кризу. Аналогічні корені мала серпнева криза 1998 р. в Росії. Однією з її причин було бурхливе зростання котирувань державних короткострокових облігацій, коли через падіння світових цін на нафту уряд Росії виявився не в змозі виконувати свої зобов'язання перед інвесторами. Фондовий ринок упав, економіка країни опинилася в найжорсткішій кризі.

В основі формування "бульбашок" лежить первісне бажання заробити побільше, вкладаючи поменше, особливо добре знайоме нашим співвітчизникам за власним досвідом. Достатньо згадати епоху довірчих товариств: можна було років 12 тому вірити в 1800% річних? Але ж вірили і несли гроші, причому часто останні, попри будь-які аргументи, адресовані здоровому глузду. І це не лише наш менталітет. Так, один з найбільших економістів сучасності Джон Кеннет Гелбрейт (*John Kenneth Galbraith*) в "Короткій історії фінансової ейфорії", опублікованій у 1994 р., називає подібну поведінку "масовою втечею від реальності" [49]. Як ілюстрацію того, наскільки слабка особис-

<sup>1</sup> Класичні фінансові активи як право на споживання в майбутньому включають пайові і боргові цінні папери, грошові кошти. До фінансових активів доцільно також віднести нерухомість і реальні грошові залишки, оскільки в розвинених країнах нерухомість, що визначає кредитоспроможність домогосподарств, становить близько 40–50% їх активів. Реальні грошові залишки впливають на криві дохідності і відносні ціни, що робить їх важливими з точки зору аналізу сукупного попиту в економіці країни. До цін на фінансові активи інколи відносять валютний курс, оскільки він є іноземною ціною на національні грошові кошти.



тість перед гіпнозом масового божевілля, він наводить слова Фрідріха Шиллера (*Friedrich Schiller*): "Кожна людина, взята окремо, здатна розумно сприймати довколишнє, але юрба блокує її розум". Окрім того, часто й самі фінансові установи сприяють останньому. Так, результати розслідування, проведеного провідним економічним щотижневиком Німеччини *WirtschaftsWoche*, загрожують стати найгучнішим за останні десятиліття скандалом. Висновки, зроблені журналістами щотижневика, вельми невтішні – німецька банківська система, рівень довіри до якої довгі роки був значно вищим, ніж до будь-яких інших суспільних інститутів, виявилася не настільки надійною, як передбачалося. Найбільш шокуюча новина для клієнтів банків полягає в тому, що йдеться не про окремих "паршивих овець", що самодіяльно порушують корпоративні правила. Журналісти прямо заявляють: система масового обману клієнтів тримається на найжорстокішому психологічному тиску і круговій поруці, санкціонованій із самого верху банківської системи [50]. У промисловій системі обману клієнтів задіяні всі провідні німецькі банки, зокрема, *Deutsche Bank*, *Dresdner Bank*, *Commerzbank*, *HypoVereinsbank*, а також низка зарубіжних банків чи банків, що працюють з вузькими групами клієнтів. Головне звинувачення, пред'явлене німецькій банківській системі, – наявність усередині банків жорстких планів, що вимагають від консультантів радити клієнтам купувати не ті цінні папери, які вигідні їм, а ті, що вигідні винятково банку. Окрім того, співробітник банку має переконати клієнтів, що приходять до нього, відкрити певну кількість поточних рахунків, укласти певну кількість договорів страхування, а також позбутися певної кількості раніше придбаних сертифікатів.

А може, правомірним є твердження, що при забезпеченні капіталу 10% прибутку, він буде згодний на усяке застосування. При 20% він стає поживавленим, при 50% – готовим зламати собі голову, при 100% він зневажає всі людські закони, при 300% немає такого злочину, на який він не ризикнув би й під страхом шибениці.

**Інтернаціоналізація кризових явищ. Прояви кризових явищ в окремих країнах можуть посилюватися внаслідок впливу на національні економіки і фінансові системи регіональних і світових фінансових криз.** Причому такий взаємозв'язок характерний не лише для ринків, що розвиваються, а й для розвинених повною мірою. Достатньо згадати японську фондову кризу початку 90-х рр. ХХ ст. і лише офіційно визнаний наприкінці цього періоду обсяг "поганих" кредитів японських банків у 1 трлн дол. США, еквівалентний 30% тодішнього ВВП країни [51]. До третини цієї суми становили саме кредити, надані японськими фінансовими інститутами неплатоспроможним внаслідок регіональної фінансової кризи 1997–1998 рр. позичальникам із країн Південно-Східної Азії (при цьому в розпал кризи капітального рахунку



в 1997 р. зовнішній борг корпорацій і банків перевищував золотовалютні резерви Південної Кореї у вісім разів, Індонезії – в десять разів). Деякі економісти відзначають, що американські ринки більш стійкі, ніж європейські. Якщо ринок акцій США втрачає близько 10%, то європейські ринки знижуються на 20% [52].

**Одним із чинників кризових явищ є й міжнародний тиск на національні уряди.** Так, лауреат Нобелівської премії 2001 р. з економіки і колишній головний економіст Світового банку Дж.Стігліц, ретроспективно аналізуючи причини кризи в Азії, пише: "Насіння катастрофи було вже посіяне. На початку 1990-х рр. країни Східної Азії лібералізували свої фінансові ринки і капітали не тому, що вони потребували залучення великих коштів (рівень накопичень уже становив 30% ВВП чи більше), а у зв'язку з міжнародним тиском, у тому числі і з боку казначейства США" [53]. А колишній глава Світового банку Р.Вейд стверджує, що в захисті лібералізації фінансових потоків збігались інтереси банків Wall Street, транснаціональних корпорацій і казначейства США [54, 55] і що політичні інтереси США, а також збіг інтересів виявляються часом більш важливими, ніж економічний аналіз.

Існують дві фундаментальні причини періодичних світових фінансових криз. Перша з них історично виникла раніше. Вона полягає в інерційності виробництва, через яку воно не може миттєво пристосуватися до змін попиту ринків на товари та послуги. Відповідне реагування відбувається із запізненням. У той час, коли попит на даний товар уже знизився, виробництво здійснюється в попередніх обсягах, а підприємці необачно нарощують його випуск, вкладаючи додаткові інвестиції. Таким чином, виникає надвиробництво як самого товару, так і відповідних ресурсів. Друга причина виникла пізніше, коли стрімко почали розвиватися фондові ринки. Вона полягає у відсутності механізму узгодження фондового та товарного ринків, причому як у кожній окремій країні, так і в масштабах усього світу. Відтак виникає незбалансованість між фінансовими зобов'язаннями та реальним сектором економіки, зокрема зайнятістю. Ця незбалансованість є ендогенним чинником виникнення світової фінансової кризи, особливо зараз, у період глобалізації, отже, взаємопов'язаності всієї світової економіки.

Як свідчить міжнародний досвід, **причинами виникнення фінансових криз є:**

- нездатність урядів подолати "перегрів" економіки;
- відсутність своєчасних структурних реформ;
- нерозвиненість фінансових ринків і фінансового законодавства;
- ігнорування інвесторами з огляду на надмірну віру в упевнене світове економічне зростання і не зважання на тривожні дисбаланси існуючих ризиків на внутрішньому і зовнішньому ринках;
- значні дисбаланси в заощадженнях і потоках інвестицій;



- суттєве зростання дефіциту торговельного балансу;
- утворення фіктивного капіталу на ринках капітальних активів;
- однобока політика лібералізації руху капіталу в інтересах окремих олігархічних груп, що не супроводжується запровадженням відповідних норм державного та міждержавного регулювання;
  - зниження якості банківських активів і капіталу;
  - збоїв в моделях кредитування (розрив традиційного зв'язку між кредитором і позичальником, надання високоризикових кредитів, використання "плаваючих" кредитних ставок);
  - відсутність належної оцінки позичальників;
  - проблеми учасників фінансових ринків;
  - інсайдерська торгівля і маніпуляції в балансовій звітності (невідповідність звіту вимогам законодавства; неправильна ідентифікація об'єкта оцінки; невідповідність мети оцінки і виду вартості, що визначається, завданню кредитування; невірний вибір підходів до оцінки і неправильне узгодження результатів);
  - надання інвесторам неповної або неправдивої інформації;
  - падіння вартості забезпечення (насамперед, нерухомості);
  - слабкий контроль за банківською системою і фондовим ринком.

Коли незбалансованість сягає критичного рівня, конкретним фактором розвитку світової фінансової кризи може стати будь-яка з багатьох причин, що виникли в окремій країні або групі країн. Найбільша ймовірність ініціювання кризи виникає, як це не парадоксально, у країнах економічної периферії<sup>2</sup>. За найменшими передкризовими явищами в країнах-локомотивах світової економіки (США, Німеччина, Японія тощо) уважно спостерігають провідні економісти світу, які одразу розробляють коригуючі заходи, а передкризові ситуації в інших країнах можуть залишитися поза їх увагою.

Останній яскравий приклад "розкручування" кризових явищ – іпотечна криза в США, яка тим чи іншим чином вплинула на всі фінансові ринки. Витоки цієї кризи беруть свій початок із загальноекономічних проблем, притаманних сучасній американській економіці. Економіка США подібна "чорній дірі", що вимагає все більше ресурсів для рефінансування своїх боргів за рахунок зростання коштів зовнішніх кредиторів. Норма заощаджень у США з 2005 р. від'ємна [56]. На цю країну припадає до 20% усього світового виробництва [57], однак споживає вона значно більше – близько 35% [58]. Могутність долара тривалий час гарантувала збільшення внутрішнього споживання за рахунок зростання зовнішнього федерального боргу, що становив у 2006 р. майже 66% ВВП (близько 8,7 і 13 трлн дол. США відповідно). Це дозволило

<sup>2</sup> Деякі фахівці вважають, що світова фінансова криза 1997–1999 рр. виникла саме в Японії, а не в Таїланді, поширившись звідти на інші країни Південно-Східної Азії.



мати істотний дефіцит бюджету – до 239,6 млрд дол. за 2006 р. [59] – 1,8% до ВВП, і наростити величезну суму внутрішньої заборгованості домашніх господарств у США – 12,8 трлн дол. [58], або приблизно \$42,6 тис. дол. на людину. При цьому сукупний зовнішній борг уряду, корпорацій і громадян становить уже майже 50 трлн дол., тобто в еквіваленті понад три об'єми ВВП. У результаті показник поточного платіжного дефіциту становить близько 850 млрд дол. за 2006 р. [60], або 6,2% до ВВП.

Однак така модель за існуючих тенденцій зростання дефіциту – це шлях в нікуди. Криза в США викликана глибинними структурними проблемами економіки, за яких зайнятість у США в промислових секторах під тиском імпорту з Китаю і перенесення робочих місць у країни, що розвиваються, падає. Не менш важлива причина падіння ефективності економіки США – неймовірні воєнні витрати Пентагона. Інша причина – зростання цін на нафту, що зменшує споживчі витрати населення за рахунок збільшення витрат на бензин й опалення, що є ознакою моделі "Котеджна Америка". Але найголовніше – відсутність структурних змін в економіці, штучна стимуляція економіки за рахунок грошової накачки, хронічного дефіциту бюджету і зростання державного боргу [61].

Іпотечна криза виникла через лавиноподібне нарощування дефолтів по іпотечних кредитах і ланцюгову реакцію на ринку MBS (*mortgage-backed securities*)<sup>3</sup>, похитнула стабільність фінансового сектора, що вже встиг стати глобальним. На початок третьої декади січня 2008 р. майже половина (38) найважливіших світових фондових індексів опинилася на території "ведмежого" ринку<sup>4</sup> у зв'язку з тим, що побоювання перед рецесією в США викликали падіння акцій банків і ритейлерів в Азії, Європі і Латинській Америці. Зведений світовий індекс MSCI World упав на 3% – максимальне значення з 2002 р. Зведений індекс MSCI World по розвинених країнах знизився з піка, досягнутого 31 жовтня 2007 р., на 17%. Індикатор ринків, що розвиваються, втратив понад 20% відносно рекордної позначки. Європейський зведений індекс Dow Jones Stoxx 600 знизився 21 січня 2008 р. на найбільшу з 11 вересня 2001 року величину. За перші три тижні 2008 р. S&P знизився на 9,8%, а німецький і британський індекси – на 14 і 16% відповідно. Зведений латиноамериканський індекс MSCI EM Latin America завалився на 8,3%, з 29 жовтня 2007 р. його втрати становили 24%. Загалом впали абсолютно всі скільки-небудь значимі ринки – від Норвегії, ПАР і Саудівської Аравії до Бразилії, Індії і Туреччини (крім США, у яких 21 січня був святковий день).

Дана криза може мати більш серйозні наслідки, ніж звичайні кризи ліквідності, оскільки коло учасників ринку іпотечних цінних паперів значно

<sup>3</sup> Іпотечні цінні папери; цінні папери, забезпечені заставними.

<sup>4</sup> Трейдери говорять про "ведмежий" ринок, якщо індикатор знижується на 20% або більше відносно свого піка протягом 12 місяців.



ширше і включає в себе не лише американські, але й іноземні компанії і банки. У результаті концентрації ризиків у США скоротилася і перерозподілилася між різними країнами. Основні побоювання учасників ринку були пов'язані з тим, що криза ліквідності може перерости у велику кредитну кризу і спричинити падіння фондових ринків у всьому світі. Криза ліквідності в США свідчить про серйозні проблеми, оскільки вона сталася на найрозвиненішому й найпрозорішому фінансовому ринку [62].

Іпотечна криза разом із загальною ситуацією на світових ринках і недостатньо оптимістичними параметрами економічного розвитку в найближчій перспективі сильно впливатимуть також і на котирування основних світових валют.

### Література

37. Лямец С. Чем закончится бум кредитования // Деловые ведомости. – 2004. – 20 апреля.
38. Мусеев С. Достаточность капитала банков: лоббизм крупнейших или реальная угроза? // Национальный банковский журнал. – 2007. – № 11.
39. Мусеев С. "Мыльные пузыри" и политика центрального банка // Дайджест-Финансы. – 2001. – № 12. – С. 30–34.
40. Самиев П., Волков С., Велиева И. Близорукий риск-менеджмент // Эксперт. – 2007. – № 40.
41. Сколотяный Ю. Прозрачность, доверие, репутация. Достаточно ли усилий прилагают отечественные банкиры для формирования этих первооснов своего бизнеса? // Зеркало недели. – 2007. – 15–21 декабря.
42. Аникин А.В. Финансовый кризис по-японски // Мировая экономика и международные отношения. – 2001. – № 11. – С.117–120.
43. Деловые циклы, циклы "пузырей", Кондрагьевские циклы и Первая глобальная Великая депрессия [Электронный ресурс]. – Независимое аналитическое обозрение. – Доступный з: <<http://www.polit.nnov.ru/2008/04/07/bubblecycles/>>.
44. Энциклопедия "Япония от А до Я" [Электронный ресурс]. – Доступный з: <<http://slovari.yandex.ru/dict/japan>>.
45. Пирогов Г.Г. Закат японского "экономического чуда" [Электронный ресурс]. – Библиотека электронных листков, книг и архивов. – Доступный з: <<http://www.netda.ru/fian/fian9b.htm>>.
46. Извеков Н. Экономика "мыльного пузыря" [Электронный ресурс]. – Доступный з: <[http://www.nasledie.ru/oboz/N09\\_98/9\\_11.HTM](http://www.nasledie.ru/oboz/N09_98/9_11.HTM)>.
47. Сорос Дж. Разоренье: почему рынки не могут регулировать себя сами // Вестник Европы. – 2002. – № 6.
48. Глобализация и Россия (Круглый стол) // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 9. – С. 3–25.
49. Galbraith, John Kenneth (1933). A Short History of Financial Euphoria.
50. Сумленный С. Конвейерный обман [Электронный ресурс]. – Эксперт Online. – 2008. – 6 февраля. – Доступный з: <<http://www.expert.ru/posts/>>.
51. Ивантер А. Гримасы бума Хенсей // Эксперт. – 2007. – № 48. – С. 67.
52. Инвесторы предпочитают американские ценные бумаги европейским [Электронный ресурс]. – UA Banker. – Доступный з: <[http://www.uabanker.net/daily/2008/02/022108\\_1450.shtml](http://www.uabanker.net/daily/2008/02/022108_1450.shtml)>.





53. *Stiglitz J.* The Insider: What I Learned at the World Economic Crisis // The New Republic, 17 april 2000.
54. *Wade R.* Governing the Market – Economic Theory and the Role of Government in East-Asian Industrialization // Princeton University Press. – New Jersey, 1990.
55. *Wade R.* The Coming Fight Over Capital Controls // Foreign Policy, vol. 113, hiver 1998/1999.
56. Недвижимость в США угрожает мировой экономике [Электронный ресурс]. – Ежедневник инвестора. – Доступный з: <[http://www.investoday.info/us\\_real\\_estate\\_and\\_world\\_economy.html](http://www.investoday.info/us_real_estate_and_world_economy.html)>.
57. Самые богатые страны [Электронный ресурс]. – РБК. Рейтинг. – Доступный з: <<http://rating.rbc.ru/article.shtml?2007/07/05/31548079>>.
58. *Хазин М.* И что дальше? Долги США достигли размеров всего мирового ВВП [Электронный ресурс]. – Интернет-журнал Point.ru. – Доступный з: <<http://www.point.ru/forecasts/2007/08/27/10247>>.
59. Дефицит бюджета США за год сократился до \$157,3 млрд [Электронный ресурс]. – Доступный з: <<http://top.rbc.ru/economics/10/08/2007/112684.shtml>>.
60. *Григорьев Л., Салихов М.* Риски и глобальные дисбалансы [Электронный ресурс]. – Перспективы. – Доступный з: <<http://www.perspektivy.info/>>.
61. *Смирнов А.* При умеренных последствиях ипотечного кризиса наша страна в 2008 г. сможет показать неплохие экономические показатели [Электронный ресурс]. – Доступный з: <<http://banker.ru/analytics/nadzor/>>.
62. *Рыкова И.Н., Фисенко Н.В.* Кризисы ликвидности: опыт зарубежных стран // Финансы и кредит. – 2007. – № 45. – С. 71.