



УДК 336.76+336.77

Барановський О.І., д-р екон. наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

ЕКОНОМІКА "МИЛЬНИХ БУЛЬБАШОК"

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).

Природа фінансових "бульбашок". Сьогодні все частіше чуємо вирази: "спекулятивна бульбашка"¹, "цінова бульбашка", "іпотечна бульбашка", "бульбашка на ринку нерухомості", "бульбашка акціонерного капіталу", "бульбашка доткомів" (dot-com), "бульбашка на ринку акцій", "бульбашка на ринку держоблігацій", "бульбашка на ринку деривативів", "бульбашка на ринку споживчих кредитів, надання позикових коштів компаніям середньої і малої капіталізації, кредитування іноземних позичальників у країнах з підвищеними ризиками", "бульбашка боргового фінансування спекулятивних операцій банків на фінансовому ринку", "бульбашка надлишку дешевих грошей", "бульбашка на валютному ринку" тощо. Хоча в науковій літературі сам факт існування всілякого роду фінансових "бульбашок" усе ще залишається досить дискусійним.

При цьому економетрика трактує ту чи іншу "бульбашку" як наявність систематичних відхилень вгору і/або вниз у залишках від змодельованої на основі якихось гіпотетично розумних уявлень (чи фундаментальних чинників) траєкторії зміни показника. Якщо ж відхилення від змодельованих значень коливаються приблизно як "білий шум"² і, отже, зростання – яким би стрімким воно не було – вдається приписати зміні пояснювальних перемінних (наприклад відсоткової ставки), то класифікувати ситуацію як "зіркову", строго кажучи, не можна. Проте експерти критикують подібне визначення за його прив'язку до певної моделі і включення до неї фундаментальних чинників та пропонують тлумачити це поняття як системні збої у функціонуванні ринку, що не мають раціонального пояснення і зумовлюються схильністю інвесторів час від часу переоцінювати перспективи тих чи інших ринків (насамперед нових, де бракує емпіричних даних для скільки-небудь точного

¹ Спекулянтів американські фахівці дотепно називали люмпен-інвесторами.

² Білий шум – стаціонарний шум, спектральні складові якого рівномірно розподілені по всьому діапазону задіяних частот. Прикладами білого шуму є шум водопаду. Назву отримав від білого світла, що містить електромагнітні хвилі часто всього видимого діапазону електромагнітного випромінювання.



прогнозування). Останнє обґрунтовується тим, що волатильність³ цін активів, як правило, виявляється істотно більшою, ніж фундаментальних чинників, що апіорі впливають на ринок [1, с. 26]. При цьому слід враховувати й залежність показників від своїх попередніх значень, характерну для траєкторії фондового індексу (авторегресія), – вага цього чинника при включенні його в модель у кілька разів перевищує за абсолютною величиною сумарний внесок решти чинників [1, с. 30]. Причому достатньо складно відрізнити "мільні бульки" від фундаментально обґрунтованого зростання.

Тема різних "бульбашок" у сфері економіки – це публічна тема. Так, колишній глава ФРС Алан Грінспен (Alan Greenspan) вважає, що ейфорія на ринках спричиняє розвиток економіки, а страх інвесторів призводить до уповільнення темпів зростання. На його думку, ейфорія є причиною утворення "бульок", і ці "бульки" не здуваються, поки лихоманка не проходить [2]. Виступаючи перед Комітетом з банківських і фінансових послуг Палати представників Конгресу США ще 24 липня 1998 р., він зазначив: "Людський чинник є основним чинником, що впливає на динаміку ринку. І дійсно, інколи ринок реагує швидко, розлючено і, практично, без попередження... Врешті-решт історія нам підказує, що рано чи пізно має відбутися корекція значного масштабу. У мене щодо цього немає жодних сумнівів, і поки людська натура залишається незмінною, корекції відбуватимуться знову і знову" [3, с. 91].

На думку професора каліфорнійського університету Дідьє Сорнетте (Didier Sornette), основна причина краху фінансових ринків зумовлюється попередніми місяцями і роками і проявляється в зростанні ринкової кооперативності чи ефективних взаємодіях між інвесторами, що прогресивно збільшуються і часто призводять до прискореного зростання ринкової ціни ("бульбашки") [3, с. 19]. Розвиваючи цю тезу, він наголошує, що один з висновків, який часто звучить для пояснення бумів 1928–1929 рр., гласить, що процес виникнення "бульки" зумовлений припливом на ринок значною мірою неінформованих інвесторів, котрі шукають удачі і вкладають капітал в "улюблені" акції. Результатом цієї поведінки є тенденція до зростання цін таких акцій вище рівня, передбаченого їх фундаментальною економічною вартістю [3, с. 29]. Крах може зумовлюватися і локальною самопосилюваною наслідувальною активністю трейдерів [3, с. 37]. При цьому Дідьє Сорнетте разом з Андерсом Йохансеном доводили, що зростання "бульбашок" проявляється як повне суперекспоненціальне ступінчате прискорення ціни з логоперіодичними провісниками [3, с. 38].

Мільярдер-фінансист і філантроп Джордж Сорос (George Soros) упродовж десятиліть стверджував, що Адам Сміт неправий – ринки не є раціональними і саморегульованими структурами, тому що вони є структурами неповноцінними, схильними до "економічних бульок", а відтак потребують

³ Волатильність (мінливість, англ. *volatility*) – статистичний показник, що характеризує тенденцію ринкової ціни або доходу змінюватися з часом. Є одним з найважливіших фінансових показників в управлінні фінансовими ризиками, де являє собою міру ризику використання фінансового інструмента за заданий проміжок часу.



"настроювання" з боку влад. У своїй книзі "Нова парадигма фінансових ринків" Сорос пов'язує фінансову кризу зі своєю "теорією рефлексивності", яка пояснює появу "економічних бульок". У цьогорічному інтерв'ю "Newsweek" Дж.Сорос зазначив, що від закінчення Другої світової війни ми й досі знаходимося у свого роду "супербульбашці", що характеризується кредитним розширенням на основі долара як міжнародної резервної валюти. Нинішня криза знаменує кінець цієї ери [4]. На його думку, у кожній "економічній бульбашці" є два компоненти: тенденція, що превалює в реальності, і невірне тлумачення цієї тенденції. Поступово вони перетинаються і формують бульку. В останні два десятиліття тенденцією було те, що кредити зростали швидше від ВВП і в США, й у світі в цілому. Якщо подивитися на те й інше разом, то можна побачити параболічну криву. Невірна інтерпретація, яка розпалила цю тенденцію, полягає в тому, що ринки в змозі скорегувати такого роду надлишок, що призвело до серії дерегулюючих і лібералізаційних заходів. Деретулювання зміцнило і зростання кредитів, і віру в те, що ринки можуть самокорегуватися. Але реально в останні два роки сталося немало фінансових криз, і кожного разу влади змушені були втручатися, щоб виправити ситуацію. Водночас Дж.Сорос не раз зазначав, що гравці на ринку подібні акторам, веденим своїми особистими потребами.

А відомий російський інтелектуал С.Караганов відзначає: "Фінансові активи, що включають банківські депозити, корпоративні і державні облігації, акції, збільшилися за останні 25 років майже в 30 разів і більш ніж втричі перевищують світовий ВВП. Ця фінансова "булька" більша в США (перевищує ВВП вчетверо), менша в Європі (втричі), ще менша в країнах, що розвиваються, але вона збільшується повсюдно. І майже ніхто не розуміє, що з нею робити. Не знають навіть, добре це чи погано". А тема "управління бульбашками" – це конспірологічна тема [5]. Теорія змови (від англ. *conspiracy theory*, також відома як конспірологічна теорія) намагається пояснити певну подію (зазвичай політичну, суспільну або історичну) таємним планом групи впливових осіб або організацій, а не відкритою діяльністю чи природними причинами. Хоча історія доводить, що злочини, вчинені групою осіб ("змови"), є поширеними, термін "теорія змови" зазвичай використовується в дослідженнях [6].

Що означає "булька" в економічному сенсі? Її доволі складно ідентифікувати, оскільки існують деякі концептуальні проблеми, що ускладнюють економічну інтерпретацію "бульок" [3, с. 281]. Зокрема, наголошується, що вони є моделлю, яка загалом і зокрема визначається в достатньо обмежених рамках [7]. "Булька" визначається і як період часу, що почався з позначеного мінімуму до значного максимуму і характеризується тривалим зростанням цін з наступним крахом чи значним падінням [3, с. 281].

Ще М.Туган-Барановський вважав, що капіталісти завжди інвестуватимуть у машини просто для того, щоб виробляти більше машин, навіть якщо таких машин більше не потрібно. Він характеризував таку ситуацію як "бульбашку", тривалість існування якої пов'язана з рівнем довіри населення до по-



точного стану економіки. Можливості породження "бульбашки" виникають із прагнення капіталістів до економії, і насамперед через скорочення витрат на зарплату. Внаслідок економії на зарплаті знижується платоспроможний попит і нові продукти ні для кого виробляти. Таким чином, криза, породжена зазначеною "бульбашкою", відрізняється від класичної кризи надвиробництва тим, що надвиробництва товарів кінцевого попиту поки ще немає, непотрібними виявляються не товари, а машини для їх виробництва.

Натомість Д.Сорнетте звертає увагу на те, що крах фінансового ринку не є однозначним результатом "бульки", він може бути охарактеризований своєю нормою небезпеки, тобто ймовірністю в одиницю часу, що крах трапиться в наступний момент, якщо цього ще не сталося. Оскільки крах не є якимось певним детермінованим результатом процесу роздування фінансової "бульки", для інвесторів розумно залишатися на ринку, якщо більш висока норма її зростання компенсує їм ризик катастрофи, оскільки існує кінцева і відмінна від нуля ймовірність "м'якої посадки", тобто досягнення зникнення "бульбашки" без краху [3, с. 37].

Існує думка, що економічна "булька" (спекулятивна "булька" чи спекулятивна манія) є трендом зростання ціни, яка істотно відрізняється від ціни властивої. Властива ціна є теоретичною величиною, побудованою на відображенні вартості майбутніх доходів [8]. А Д.Сорнетте підкреслював, що роздута ціна може виявитися спекулятивною "бульбашкою", якщо очікування зростання нереалістичні (що, звичайно, легко помітити постфактум, але не є очевидним на піку спекулятивної активності!) [3, с. 35].

У Словнику з економіки і фінансів під "бульбашкою" розуміється кон'юнктура ринку, за якої вартість цінного паперу чи товару піднімається до рівня, що не має об'єктивної ринкової основи [9], а під теорією бульбашок – теорія, згідно з якою курсова вартість цінних паперів часто сильно перевищує їх реальну вартість.

Значається також, що "економічна бульбашка" (*economic bubble*) (що інколи зветься "спекулятивною бульбашкою", "ринковою бульбашкою", "цінковою бульбашкою", "фінансовою бульбашкою") – це "торгівля великими обсягами товару за цінами, що істотно відрізняються від істинних цін". Як правило, ситуація характеризується ажіотажним попитом на якийсь товар, у результаті чого ціна на нього значно зростає, що, у свою чергу, викликає подальше зростання попиту. При цьому існують гіпотези, що розглядають виникнення "економічних бульбашок" як наслідок невизначеності дійсної вартості, результат спекуляцій чи випадок обмеженої раціональності⁴. Є й гіпотеза, що "бульбашки" врешті-решт виникають у результаті цінового зговору чи інституалізації ринку капіталу. Для зазначених гіпотез, однак, відомі

⁴ Можуть існувати раціональні відхилення цін від фундаментальної вартості, що зветься "раціональними бульбашками". "Раціональна бульбашка" може виникнути тоді, коли реальна ринкова ціна позитивно залежить від свого власного очікуваного рівня зміни, що іноді трапляється на ринках активів.



випадки виникнення "бульбашок", що заперечують їх головні постулати. Так, оскільки на реальному ринку важко виявити дійсну вартість товару, "бульбашки", як правило, виявляються тільки постфактум, після раптового падіння цін. Таке падіння відоме як "лопання" "бульбашки". Окрім того, на відміну від справжніх мільних бульок, "цінові бульбашки" на активи важко проткнути. Ціни в економічній "бульці" часто хаотично флюктують і не можуть бути визначені виключно за співвідношенням попиту і пропозиції. Коли "бульбашка" розвивається на ринку капіталу, вона зветься "біржовою бульбашкою" [10].

У цьому зв'язку слід зазначити, що наслідування в середовищі трейдерів і прояв їх стадної поведінки спричиняють не лише виникнення "спекулятивних бульбашок" зі стрімким зростанням завищених цін і можливим крахом на фінансових ринках, але також і "антибульбашок" з уповільненням і девальвацією ринку після досягнення ним рекордних висот [11].

"Бульбашки" на валютному ринку (*bubbles in exchange market*) – це довгострокові відхилення фактичного валютного курсу від його фундаментальної величини [12]. Фундаментальним валютним курсом називають той теоретичний валютний курс, який визначається не на ринку, а виходить зі значення фундаментальних чинників валютного курсу: ВВП і грошової маси. Основними причинами появи таких "бульбашок" вважають:

- 1) недостатність інформації про майбутню динаміку фундаментальних чинників;
- 2) неправильну специфікацію агентами основних рівнянь моделі обчислення фундаментального валютного курсу;
- 3) нераціональність поведінки (очікувань) агентів у деякі проміжки часу.

Теоретики не могли не зацікавитися даною темою, і з'явилася концепція раціональних "спекулятивних бульбашок". Існування їх починається з теорії валютного курсу. У моделі з гнучкими цінами вчені показали, що до раціонального рішення, отриманого на основі динаміки фундаментальних чинників, можна додати "бульбашкове рішення", яке не суперечить раціональності очікувань агентів. Вказана концепція дозволила зрозуміти принципи розвитку "бульбашки":

1) довгострокова "бульбашка" на валютному ринку може існувати лише за умови її надування в рівні цін однієї з країн у курсовій парі. Інакше ймовірний арбітраж на товарних ринках;

2) "бульбашка" в рівні цін може бути пов'язана лише з характеристиками попиту на гроші, а сам попит на гроші може змінитися лише тому, що змінилася ставка відсотка в економіці;

3) ставка відсотка в економіці зміниться, якщо в агентів виникнуть очікування відносно майбутньої динаміки курсу валюти. Дійсно, якщо агенти очікуватимуть зміцнення іноземної валюти, то продаватимуть вітчизняні активи, зумовлюючи зростання ставки відсотка і зниження попиту на гроші. Зниження попиту на гроші спричинить підвищення цін ("цінова бульбашка"),



яке у свою чергу штовхатиме валютний курс угору (незалежно від поведінки фундаментальних чинників).

Справедливості ради слід відзначити, що з тлумаченням "раціональних бульбашок" у теоретиків пов'язано й багато проблем. Так, з теорії:

- впливає вибухова динаміка "бульбашки", чого на практиці не спостерігається;
- нічого не можна сказати про причини її надування;
- слідує, що будь-яке відхилення валютного курсу від фундаментального значення розвиватиметься як "бульбашка"; тобто сама "бульбашка" – це всього лише констатація нестійкості раціонального рішення моделі з гнучкими цінами.

Вкладання кредитних коштів у спекулятивні операції сприяє утворенню в світі "боргової бульбашки": кожен долар на шляху до об'єкта інвестування обростає ще двома кредитними доларами. Така конструкція може зберегти рівновагу лише в умовах дуже швидкого зростання: коли ваш долар і два кредитних перетворюються в три ваших і два кредитних.

Натомість, на думку Едварда Ченселлора (Edward Chancellor), основа "бульок" завжди психологічна: це комбінація жаги збагачення з ентузіазмом з приводу чогось нового – небаченої квітки, екзотичних країн, технічних винаходів [13]. Він вважає, що найбільша, можливо, в економічній історії "булька" – це Інтернет, ринкова вартість якого вже перевищила за трильйон доларів. Цей трильйон складається з мільярдів, вкладених в інтернетні компанії в надії на майбутні доходи, тоді як фактично сьогодні вони гроші втрачають.

Історія "фінансових бульбашок" і крахів повторюється впродовж століть і в багатьох країнах практично без змін своїх загальних характеристик [3, с. 278–279], а саме:

- 1) "бульбашка" з'являється поступово на фоні збільшення виробництва і продажів (чи попиту на певний товар) на відносно оптимістично налаштованому ринку;
- 2) привабливість інвестицій з хорошим потенційним прибутком надалі приводить до збільшення обсягу інвестицій, часто із залученням кредитування, і отримання їх з нових джерел, у тому числі від міжнародних інвесторів, що спричиняє зростання цін;
- 3) це у свою чергу приваблює менш обізнаних інвесторів і, на додаток, кредитування продовжує збільшуватися при невеликих реальних внесках (невеликій маржі), що призводить до того, що попит на акції зростає швидше, ніж темпи, з якими реальні гроші надходять на ринок;
- 4) на даному етапі поведінка учасників ринку вже практично ніяк не пов'язана з реальною дохідністю виробництва (як промислового, так і в секторі послуг);
- 5) оскільки ціни здіймаються до хмар, число нових інвесторів, які входять на спекулятивний ринок, скорочується, і ринок переходить у фазу під-



вищеної стурбованості, що триває доти, доки нестабільність не стає очевидною і ринок обвалюється.

Також існує й простий механічний ефект, що підживлює формування "бульбашки", а потім призводить до її обвалу. Він бере свій початок з так званої маржинальної торгівлі, тобто купівлі акції на позикові кошти. Якщо на ринку накопичується величезна кількість позикових коштів, уповільнити процес стає неможливо. Ціни мають постійно зростати, усе швидше й швидше. Якщо цього не відбувається, відсотки по кредитах, інвестованих у ринок, не сплачуватимуться. Гроші вилучатимуться для погашення боргу, що спричинить зниження цін, а це в свою чергу спровокує ще більший вплив грошей. Таким чином, порочне коло замкнеться. Це може зумовити тотальне падіння ринку і крах банківської системи.

Під "подвійною бульбашкою" (*double bubble*) розуміють одночасну переоціненість кількох ринків, скажімо фондового і валютного. А наприклад, у нафтовій галузі назву "подвійна бульбашка" отримало зростання затрат. По-перше, в останні роки піднялися ціни на сталь й устаткування універсального призначення (наприклад насоси). По-друге, з'явилася нестача не лише спеціального обладнання, необхідного для нафтової галузі (наприклад бурових)⁵, але й спеціалістів, які мають навички роботи на ньому.

Різновиди "мільних бульбашок". Сучасний економічний словник "мільну бульбашку" тлумачить як вкрай хитливу, ненадійну фірму чи справу, операцію, що закінчується крахом, банкрутством... [14]. У синонімічному ряду "мільна бульбашка" асоціюється з фінансовою "пірамідою", "панамією".

Під цим явищем мають на увазі необгрунтовано висока вартість активів – нерухомості, акцій і сировинних ресурсів. При виникненні фінансових "мільних бульбашок" порушується зв'язок між цінами і "базовою ситуацією" на ринку. Варто згадати історію з такою "бульбашкою" в секторі високих технологій: тоді акції інтернет-компаній, що не одержували ніякого прибутку і не мали особливих перспектив на його одержання, торгувалися за захмарними цінами. Різкі підйоми фондових ринків також зазвичай називають "економічними мільними бульбашками". Прихильники теорії "мільної бульбашки" вважають, що підвищення цін на акції – результат ейфорії. Послідовники "мільної" теорії говорять, що якщо відношення ринкової ціни акцій компанії до її чистого прибутку в розрахунку на одну акцію перевищує 20 (чи навіть 15), то ринок знаходиться на вірному шляху до краху. Проте незрозуміло, чому цей показник повинен мати верхню межу [15]. Зокрема, у своїй книзі

⁵ Згідно з проведеним компанією CERA дослідженням, 811 основних родовищ нафти по всьому світу (включаючи 400 великих родовищ із запасами 300 млн барелів і більше), лише 46% з них перебуває в стадії зростання чи максимальної виробітки. Решта ж 54% сьогодні знаходяться на етапі зниження видобутку. Світові запаси нафти зараз ще дуже великі – 1,2 трлн барелів (за нинішнього рівня видобутку цього вистачить на сорок з половиною років). При цьому розвідані запаси значно зросли за останнє десятиліття (з 877,4 млрд барелів у 1997 р.), хоча видобуток нафти щорічно збільшувався.



"Dow 36 000" Дж.Глассман (James K. Glassman) і К.Хессет (Kevin A. Hassett) спробували довести, що стара модель оцінки ринку, в основі якої лежить це співвідношення, повинна поступитися місцем новій, що базується на реальному прибутку, принесеному акціями. Вони зазначили, що поточна вартість фірми складається з трьох компонентів: сьогоднішніх дивідендів в розрахунку на акцію, передбачуваних темпів зростання цих дивідендів і ризикової премії (це додаткові доходи, необхідні інвесторам як компенсація при купівлі активів з хитливим рівнем доходу). За першими двома слідкувати легко. Постійно публікується інформація про дивіденди компаній, а темпи зростання дивідендів регулярно прогножуються. Маючи ці дані і дані про вартість фірми, неважко обчислити ризикову премію як для окремих компаній, так і для ринку в цілому. Обчислення аналогічних параметрів для компаній, що не виплачують дивіденди, складніше, але не набагато.

При цьому необхідно зробити кілька зауважень по проблемі невідповідності цін на фінансові активи фундаментальним чинникам ціноутворення [16]. По-перше, ціни на активи можуть довільно відхилятися від рівноважного значення на тривалі періоди часу, що суперечить гіпотезі ефективного ринку. Причинами гіперреакції ринку можуть бути неприйняття ризику і невизначеність майбутньої економічної ситуації, що ведуть до появи надмірних спекулятивних можливостей. По-друге, розвиток "мильної бульбашки" має внутрішню природу. Його динаміку задають "шумові" трейдери (*noise trader*)⁶, які активно використовують інструменти технічного аналізу. Чартисти (від англ. *chart* – діаграма, схема) – спеціалісти з технічного аналізу – провокують надлишкову волатильність у короткостроковому періоді, що спричиняє появу феномену випадкового блукання цін на фінансові активи. По-третє, ціни на активи можуть вільно коливатися незалежно від фундаментальних чинників, але, тим не менш, існують певні межі відхилення ринку від рівноваги, відтак у довгостроковій перспективі всі спекулятивні "бульки" неминуче лопаються.

Незважаючи на широке поширення терміна "мильна бульбашка", він не має чіткого математичного визначення. Одна група вчених стверджує, що говорити про його формування на ринку необхідно в тому випадку, якщо ціни за доволі короткий період часу злітають на 15% по відношенню до попередніх рекордних показників. Згідно з другим варіантом, суми, що фігурують в угодах з нерухомістю, повинні за два роки зрости принаймні на 19%. У 2002 р. Нобелівську премію в галузі економіки разом з Деніелом Канеманом (Daniel Kahneman) отримав і Вернон Сміт (Vernon Lomax Smith), професор американського Університету Джорджа Мейсона. Заслуга В.Сміта полягає в застосуванні лабораторних досліджень як засобу емпіричного аналізу економіки. Викори-

⁶ У фінансовій теорії існує таке поняття, як "шумові" трейдери (*noise traders*), які торгують і можуть тимчасово викривляти ринкову картину. Також існують "розумні" трейдери, які намагаються оцінити довгострокові перспективи ринку. "Шумові" трейдери, орієнтовані на чутки, інвестиційні прикмети, нефундаментальні "зовнішні" новини, можуть тиснути на курси акцій. Торгуючи в різні боки, вони часто компенсують один одного, не порушуючи ринкову картину.



стовуючи в досліджах своїх студентів, цей учений серед іншого змодельовав створення фінансових "мільних бульбашок" і процес дерегулювання енергетичного ринку. В.Сміт став піонером в експериментальній економіці⁷.

І все ж таки зліт котирувань створює ілюзію розквіту економіки. При цьому зростання не зумовлюється фундаментальними економічними причинами. За висловом експертів, може ти й дурень, що купив ці акції, але завтра знайдеш ще більшого дурня, якому продаси їх за більш високою ціною. Це смертельний міраж – керівники бізнес-структур і звичайні люди перестають турбуватися про завтрашній день і починають безконтрольно витратити гроші. Фактично, утворюються сотні мільйонів "фінансових пірамід": подорожчання акцій змушує інвесторів скуповувати їх за більш високою ціною в надії на подальше зростання курсу. Рядові споживачі залазять у борги, не думаючи про наслідки. Однак рано чи пізно подібне зростання закінчується, і мильна бульбашка лопається. Наприклад, у 1992 р. заощадження американців становили 414 млрд дол. Після бурхливого економічного зростання 1990-х рр. і початку рецесії, вони знизилися до 170 млрд дол. [17]. Ніхто не знає, коли лопне "мельна бульбашка", і це дуже небезпечно.

Всередині "бульбашки" ціна грошей падає – одиниця реально виробленої продукції коштує все дорожче. Правда, ті, хто вклав у ці "бульбашки" гроші на початку, значно виграють порівняно з тими, хто затримався – нафтовидобувні країни, наприклад, повинні будуть витратити більше грошей на приріст одиниці ресурсів. Між тим "бульбашка", що здулася, може призвести до того, що, вклавши гроші у видобуток сировини, інвестор одержить продукт зовсім за іншою ціною, яка його не влаштує.

Що вища конкуренція в банківському секторі, то більшою мірою в спонтанній поведінці банків проявляється спекулятивний потенціал лібералізованих фінансових ринків, що створює умови для використання накопичень на діяльність, яка, скоріше, відповідає логіці казино, а не інвестицій у виробництво. Динаміка реального сектора починає відставати від чисто спекулятивної, що сприяє появі "спекулятивних бульбашок" [18]. Наслідки цього відомі. Фінансова, а інколи й валютна криза заводить у "світ віртуальних фінансів". Крім необережних кроків і помилок менеджменту, така ситуація стала можливою саме в силу появи фінансових ринків.

Фондовий ринок відіграє відносно самостійну роль в економіці, забезпечуючи ціноутворення і підтримку ліквідності фінансових інструментів. Основна маса угод на ньому припадає на вторинний ринок, на якому відбувається зміна прав на цінні папери без залучення інвестицій у компанії. Це створює ризики появи "мільних бульбашок", коли бурхливе зростання цін фінансових активів не супроводжується адекватними змінами в темпах зростання інвестицій і економіки.

⁷ У багатьох роботах з експериментальної економіки теорія раціональних очікувань слугувала мірилом для перевірки інформаційної ефективності модельованих ринкових систем.



"Мильна бульбашка" на ринку акцій – ситуація, за якої акції тривалий час швидко зростають в ціні, наростає ажіотажний попит на них і оптимістичні очікування інвесторів, що підживлюються масовими кредитами брокерів і банків на купівлю і під заставу акцій (маржинальні угоди), загальною спекулятивною грою на підвищення, у тому числі на строковому ринку. Ціна акцій все більше відривається від своєї реальної основи – ціни бізнесу, яку вони представляють. На піку будь-яка неприємна новина (часто рішення уряду, центрального банку) витлумачується як провісник майбутнього падіння ринку, починається масова фіксація прибутків при швидкому скороченні попиту. Іде катастрофічна ланцюгова реакція падіння ціни акцій, що посилюється вимогами брокерів і банків повернути кредити, – усі намагаються продати акції, ніхто їх не купує. Падіння поглиблюється масовою спекулятивною грою на зниження на ринку акцій і строковому ринку [19, с. 17].

Показник співвідношення капіталізації і ВВП ув'язує динаміку зростання ринку акцій із загальноекономічною динамікою. Ідеальна модель фондового ринку передбачає, що дане співвідношення має бути достатнім для того, щоб забезпечувати активну роль фондового ринку в економіці, ефективні можливості його використання як інструменту вирішення найважливіших макроекономічних проблем (у тому числі проблеми фінансування реального сектора економіки). Водночас дане співвідношення не має бути надлишковим, оскільки в такому випадку можна говорити про наявність великої спекулятивної складової в цінах акцій національних корпорацій (аж до стану "бульбашки") і, відповідно, високий ризик падіння курсів акцій у найближчій перспективі або потенційно високу волатильність у середньостроковій перспективі. Причому такі "бульбашки" зумовлюються різними чинниками. Так, якщо "бульбашка" на індійському фондовому ринку була викликана більшою мірою припливом іноземного капіталу, причиною аналогічного явища на ринку Китаю стали заощадження населення. Більш високе співвідношення капіталізації і ВВП в країнах з фінансовими ринками, що розвиваються, властиво так звані "волатильні бульбашки".

"Мильна бульбашка" на ринку споживчих кредитів, кредитування придбання нерухомості, надання позикових коштів компаніям середньої і малої капіталізації, кредитування іноземних позичальників у країнах з підвищеними ризиками, боргового фінансування спекулятивних операцій банків на фінансовому ринку проявляється в тому, що на стадії зростання тривалого економічного циклу в умовах збільшення обсягу грошових ресурсів і низьких відсоткових ставок випереджаючими темпами зростає боргова маса понад зростання економічного обороту. При цьому зростання пропозиції боргового фінансування і прагнення кредиторів утримати дохідність бізнесу спричиняє зниження вимогливості до позичальників, ослаблення критеріїв кредитного ризику, згідно з якими надаються кредити, розміщуються облігації, відбуваються лізингові угоди тощо [19, с. 18]. Поступово в міру наближення до піку



циклу концентрується кредитний і відсотковий, валютний ризик, ризик ліквідності по позичальниках і/або в окремих сегментах фінансового ринку.

У країнах з перевагою у власності контролюючих акціонерів (держави, фінансових інститутів) додаткові концентрації ризиків виникають у зв'язку з частковою деформацією ринкових критеріїв надання позик і передачею афільованим корпоративним позичальникам надлишкових обсягів боргового фінансування.

Надконцентрація кредитних ризиків (накопичення збитків у позикових портфелях, зростання неплатежів по проблемних позиках, облігаціях та інших боргових зобов'язаннях) спричиняють наростаючі втрати активів серед фінансових інститутів-творців боргових портфелів з подальшим настанням їх неплатоспроможності, масовими втратами від відсоткового і валютного ризиків, банківськими паніками, масовими втратами в інвесторів, що фінансували ці боргові зобов'язання, і ланцюговою реакцією системних ризиків.

"Милярна бульбашка" на ринку нерухомості (real estate bubble, property bubble or housing bubble) є одним із видів економічних "бульбашок", які періодично виникають на місцевих чи глобальних ринках нерухомості. Для неї характерне швидке збільшення вартості нерухомого майна, до досягнення неприйнятно-го рівня порівняно з доходами та іншими економічними елементами [20].

Така "бульбашка" матеріалізується в ексцесивному зростанні цін на нерухомість як спекулятивний фінансовий актив і засіб заощаджень, що далеко виходить за межі її реальної вартості і природного попиту, пов'язаного з рухом населення; це відбувається значною мірою за рахунок кредитного важеля: кредитів банків покупцям нерухомості, прямих інвестицій банків та інших фінансових інститутів в об'єкти нерухомості, джерелом яких у кінцевому підсумку є боргові кошти (портфелі активів у нерухомості, у паї і частки капіталів корпоративних структур – власників об'єктів нерухомості), боргового фінансування девелоперів (замовників-забудовників) [19, с. 19].

Про утворення на ринку нерухомості "бульбашки" можна, за оцінками експертів, говорити за наявності таких ознак: по-перше, ціна об'єкта нерухомості завищена, якщо перевищує стократний розмір його оренди; по-друге, втрата відносної ліквідності (коли ліквідне все). Тобто "бульбашка" округляється нерівномірно: вона надувається в найбільш ходовому секторі, потроху підбираючись до неліквіду. Причому, надуваючись від ліквіду до неліквіду, вона здувається у зворотному порядку. "Бульбашки" не просто надуваються за сприятливої економічної кон'юнктури, вони обганяють її. Сутність цього явища – в переконанні, що "треба купувати і держати, тому що завтра буде дорожче". Але, якщо очікування надто обганяють реальні економічні успіхи, "бульбашка" приречена. Вона здатна здуватися чи навіть лопнути "на фоні загального здоров'я".

Ціновий бум на ринку нерухомості спричиняє те, що в масштабі країни значна частина активів банків та інших фінансових інститутів, сформована за рахунок залучених ними боргових коштів, спрямовується у сферу нерухомості, маючи наслідком надконцентрацію кредитних, відсоткових і ринкових ри-



зиків. Відповідно, наслідком падіння цін на нерухомість є втрата банками й іншими фінансовими інститутами – прямими інвесторами і кредиторами – значної частини ціни прямих інвестицій (портфеля нерухомості і доходів, пов'язаних з нею), а також портфелів кредитів девелоперам (замовникам-забудовникам), у тому числі афілійованих з фінансовими інститутами.

"Мильна бульбашка" на ринку деривативів може проявлятися в таких динаміках:

– зростання позабіржових угод з деривативами фінансових інститутів (позабалансові операції банків), за допомогою яких здійснюється їх взаємне кредитування, формування спекулятивних потоків коштів у сегменти ринку з підвищеною дохідністю і ризиками. За такого універсального механізму на багатьох ринках, що формуються (*emerging markets*), виникає надмірний потік запозичень комерційними банками – резидентами валютних коштів – в іноземних фінансових інститутів через позабіржові форвардні угоди для спрямування їх у високоприбуткові сегменти локального фінансового ринку з подальшим обваленням місцевого ринку, падінням курсу національної валюти і настанням системного ризику – ланцюговою реакцією дефолтів банків, пов'язаних з виконанням зобов'язань по валютних форвардах;

– спекулятивний розігрів цін на базисні активи (акції, сировинні товари, валюту) через біржові ринки деривативів із залученням боргового фінансування в масштабні угоди, з використанням агресивних тактик трейдингу і можливим маніпулюванням, з наступними ефектами, схожими на ті, що розглянуті стосовно ринку акцій [19, с. 19–20].

"Мильні бульбашки" внаслідок надконцентрації ринкового, кредитного, відсоткового і валютного ризиків і ризику ліквідності неминуче стають причиною глибоких падінь цін на активи, з подальшою втратою банками та іншими фінансовими інститутами як власних вкладень в активи, так і боргових коштів, за рахунок яких фінансувалося зростання курсової ціни активів. Наявні ринкові, валютні, кредитні і відсоткові ризики перетворюються в системні ризики фінансової кризи. Відповідно, настає системний ризик [21], що є ризиком утрат, викликаних такими чинниками:

– "ефектом доміно" на фінансовому ринку, у випадку, якщо криза одного чи групи фінансових інститутів/компаній реального сектора, криза сегмента ринку чи системи розрахунків передається в обсязі, що збільшується, через пересічні зобов'язання на інші групи фінансових інститутів/компаній реального сектора, сегменти ринку і системи розрахунків, поступово охоплюючи частку ринку, що все більш розширюється;

– кризою довіри серед інвесторів, що створює ситуацію загальної неліквідності на ринку.

В Україні і Росії велике поширення замість терміна "економічна бульбашка" одержав термін "перегрів" економіки (ринку). Перегрів в економіці – це ситуація, коли один з чинників виробництва, праця чи капітал, використовується надто інтенсивно. У розвиненій економіці темпи зростання зумов-



люються швидкістю розвитку технологій і приросту населення – капітал в економіці збільшується оптимальними темпами. У цій ситуації збільшення, наприклад, темпів приросту капіталу викликає прискорення зростання, за яке згодом доведеться заплатити різким спадом. В економіці, що перебуває на стадії розвитку, що доганяє, взагалі не може бути перегріву доти, доки кількість капіталу на одиницю праці не досягне рівня провідних країн.

Світовий банк називає сім ознак перегрітої економіки:

- а) висока (двозначна) чи прискорювана інфляція, що не реагує на інструменти грошово-кредитної політики;
- б) високий ступінь використання виробничих чинників (капіталу і праці);
- в) випереджаючі порівняно з інфляцією темпи зростання номінальної заробітної плати;
- г) стійкі випереджаючі порівняно з продуктивністю праці темпи зростання реальної зарплати;
- д) інфраструктурні обмеження, що виражаються, наприклад, у погіршенні балансу електроенергії чи її дефіциті, у транспортних проблемах і в додаткових інфраструктурних витратах, які підприємства змушені нести, щоб забезпечити безперебійне надання послуг;
- е) випереджаюче порівняно з загальною інфляцією зростання цін на нерухомість;
- ж) швидке зростання імпорту і погіршення стану рахунку поточних операцій.

Недавні дослідження показують, що перегріви ринків не залежать від зовнішніх умов, тобто вони можуть виникати як на невизначених, так і на строго детермінованих і обмежених ринках [22]. Перегрів одного з сегментів внутрішнього фінансового ринку (ринку кредитів, цінних паперів, деривативів) у випадку, якщо підвищувальна динаміка була сформована переважно за рахунок кредитів (з високим важелем до власних коштів інвесторів), призводить до фінансової кризи за таким сценарієм [19, с. 20–21]:

– услід за перегрівом відбувається падіння ціни активів, сформованих за рахунок кредитів банків чи їх власних коштів (ринковий шок, зумовлений оцінкою інвесторами ринку як перегрітого, що готується до різкого зниження цін та викликаний реакцією інвесторів на будь-які несприятливі економічні новини або позаекономічні події, що підвищують ризики до неприйняттого рівня); наростання неліквідності фінансового ринку; зростання спредів стосовно боргових зобов'язань, які ринки вважають безризиковими чи низькоризикованими;

– масові вимоги банками й іншими фінансовими інститутами погашення позик, наданих під забезпечення нерухомістю або цінними паперами, ціна яких упала;

– різке збільшення в балансах банків та інших фінансових інститутів частки проблемних активів, що не є ліквідними і не генерують доходи (проблемні позики, активи, у які вкладені власні кошти фінансових інститутів, що втратили в ціні і/або є втраченими активами, які мають бути списані на збитки);



– зростання кількості банків та інших фінансових інститутів з неліквідними балансами, що не виконують свої зобов'язання по платежах, формування умов для виникнення системного ризику фінансового сектора ("ефекту доміно") і банківської паніки;

– різке зростання відсотка, втеча від національної грошової одиниці в іноземну валюту, наростаюче виведення капіталів з ринку, понижувальний тиск на національну грошову одиницю, інфляційний спалах.

Перегрів ринку нерухомості відбувається таким чином [8]:

1) спочатку активно скуповується житлова нерухомість на вторинному ринку, утворюючи фіктивне перевищення попиту над пропозицією – як результат, ціни йдуть угору;

2) за домовленістю девелопери встановлюють нову ціну первинної нерухомості нібито за наслідками підвищення цін на вторинному ринку;

3) основним завданням піраміди є запевнення в постійному майбутньому зростанні для залучення нових учасників, тому на наступному етапі починається масована рекламна кампанія по створенню цього образу;

4) як результат, люди втягуються в гру, ціни дійсно піднімаються, коло замикається і ринок починає сам себе "підігрівати", ціни і попит зростають;

5) настає момент, коли всі, хто міг собі дозволити купити/продати нерухомість, уже зробили це;

6) в "бій" вступає активна рекламна кампанія іпотечного кредитування – ринок знову починає зростати, настає друга хвиля підйому цін;

7) друга хвиля активності більша від першої через велику кількість позикових коштів, що приходять на ринок. Девелопери і спекулянти знову піднімають ціни, кількість учасників піраміди зростає через бажання легко заробити, знову коло замикається і ринок починає "перегріватися";

8) другий максимум досягається, коли кількість кінцевих покупців житла стає нижчою від критичного рівня (за різними оцінками – 10–20%), спостерігається зниження грошового потоку до ринку, майже всі операції між існуючими гравцями носять спекулятивний характер. Коли всі можливі спекулятивні трансакції вичерпані, відбувається обвал внаслідок масового бажання спекулянтів позбутися активу, який не затребуваний кінцевими споживачами;

9) однак обвал на ринку нерухомості не відбувається відразу, а розтягується в часі через стримуючі чинники.

До основних чинників перегрітості ринку нерухомості експерти відносять [8]:

- підвищений строк окупності, що зазвичай приймається на рівні 11–13 років (ціна/річна орендна ставка). У Харкові однокімнатна квартира в спальному районі окупається за 18,75 року без урахування комунальних платежів. У Києві цей показник набагато вищий;

- загальноприйняте співвідношення оренди житла і купівлі його ж за іпотекою становить 1:1. У нас виплати по іпотеці в 3–5 разів вищі від орендних ставок за умови, що оренда досягла межі зростання і наблизилася до се-



редньої зарплати. Тобто орендувати простіше і дешевше, хоча менталітет говорить, що краще мати своє;

- світова практика визначила доступність житла на рівні двох-трьох річних виплат. У нас з огляду на "конверти" цей показник уже перевищує десять років – явна ознака надтої ціни;

- раціональний ризик, що приймається світовими банками при іпотечі дорівнює потроєній річній зарплаті; у нас ситуація значно гірша, тобто потенційно закладається бомба уповільненої дії в банківський сектор з можливістю невиплати кредитів при коливаннях в економіці;

- ціна нерухомості має відповідати рівню життя населення. Київські ціни знаходяться на рівні європейських столиць, за винятком Лондона, Парижа, Стокгольма, однак рівень життя відрізняється на порядок. Логічних пояснень – чому, власне, сплачується така величезна сума за квартиру – майже немає;

- співвідношення спекулятивних операцій не повинно перевищувати певний поріг. У нас до 80% операцій проводиться спекулянтами. Коли "живі" гроші кінцевих покупців не зможуть надходити на ринок, тобто у випадку 100-відсоткових спекуляцій, станеться обвал, оскільки спекулянти почнуть позбуватися перегрітих активів, що будуть не затребувані за таку ціну;

- співвідношення ВВП західних країн із загальною вартістю житлової нерухомості знаходиться на рівні 1:1. В Україні поточна вартість лише київської нерухомості становить 160% ВВП, а вартість усієї нерухомості оцінюється в 300% ВВП. Це свідчить про перегрітий ринок. До речі, у США перегрітість у 150% зумовила кризу;

- в Україні мало можливостей для надійного вкладання грошей, тому більшість фінансів іде на ринок нерухомості і розігріває його;

- збільшення комунальних платежів призведе до викидання частини нерентабельної спекулятивної нерухомості на ринок, тобто орендні ставки вже не можуть зростати;

- британські аналітики стверджують, що лише місто з доволі заможними громадянами може дозволити собі однокімнатну квартиру вартістю від 100 тис. дол. США. У Києві до таких можна віднести максимум 5–7% громадян.

При цьому стримуючими чинниками обвалу ринку нерухомості є:

- інерційність ринку, як наслідок малої ліквідності активу;

- часткове повернення капіталу через здачу в оренду. Тому, незважаючи на падаючий тренд, спекулянти можуть відкласти продаж активу до кращих часів;

- у довгостроковій перспективі житло залишається найбільш надійним засобом вкладення капіталу, незважаючи на декадні (10 років) коливання ринку;

- збільшення доходів, що сприяє балансуванню ринку.

У книзі Вуді Дорсі (Woody Dorsey) "Анатомія біржового ринку" зазначається: "Мильні бульбашки" трапляються відносно рідко і, як результат, звичайно, розглядаються як випадкові прояви ірраціональності, відхилення від норми. Однак навіть у "нормальні" часи ринки завжди прагнуть рівнова-



ги, яка ніколи не досягається. Економісти можуть і далі дотримуватися своїх ідеалістичних поглядів на конкуренцію і говорити про раціоналізм, однак у реальності ми маємо нерівновагу. Ринки завжди тією чи іншою мірою ірраціональні. Такими їх робимо ми, люди" [23]. Вплив "економіки мильної бульбашки" може бути різним – все залежить від умов її розвитку.

Еволюція "мильних бульбашок". "Мильні бульбашки" мають вже тривалу історію існування. Хрестоматійно першою економічною кризою, викликаною повальною жагою швидкого збагачення, вважається та, що трапилася в Голландії, куди в 1593 р. були завезені тюльпани з гірських районів Криму. Незабаром усі добropорядні бюргери кинулися вирощувати дорогоцінні цибулини, і приблизно в 1620 р. розпочався квітковий бум. Але вже в 1637 р. сталася криза надвиробництва, відома як *Tulip Crash*, що стала крахом усієї національної економіки Голландії та цілком і повністю сконцентрувалася навколо цієї галузі.

Дещо подібне сталося в 1711 р. у Великобританії, коли на хвилі зростання колоніальної торгівлі і бурхливого розвитку промисловості була утворена "Торговельна компанія південних морів" (*South Sea Trading Company*). Її засновники змогли одержати право ведення монопольної торгівлі з Південною Америкою. Однак на фондовому ринку компанія просунулася набагато більше, ніж у проведенні торговельних операцій, і лише за кілька місяців вартість її акцій зросла з 100 до 1000 ф. ст. Цей проект вважається першою "мильною бульбашкою" сучасної історії. Виник ажіотажний попит на акції, а через десять років, у 1720 р., компанія збанкрутувала. Проблема полягала в тому, що лише в 1720 р. на Лондонській біржі оперували 120 компаній, що діяли за схемою "Торговельної компанії південних морів". Їх крах викликав ланцюгову реакцію банкрутств, розпочалася криза в британській економіці, у країні різко знизилася ділова активність і зросло безробіття, а потім пішли масові розорення і злиденність, що продовжувалися до промислової революції. Щоб виправити становище, британський парламент ухвалив рішення, що забороняло створення нових компаній, у яких не брав участі уряд. У результаті розвиток англійської економіки був загальмований на 50 років.

Відома "мильна бульбашка" була організована Дж.Ло у Франції в 1716–1720 рр., який запропонував доповнити обіг золотих і срібних монет паперовими грошима, що випускались особливим приватним банком [24]. Разом з тим, Ло створив акціонерну компанію Індій, курс акцій якої зростав як на дріжджах. Кончина проекту Ло добре відома: банк надрукував стільки папірців, що вони стали незабезпеченими, а компанія Індій, чиї акції підтримувалися грошовою емісією, не змогла заробити обіцяних неймовірних доходів. Крах "мильної бульбашки" спричинив повний розлад фінансової системи, і Франція довго не наважувалася друкувати паперові гроші. Цей досвід примітний тим, що вперше переплелися фінансовий бум і грошово-кредитна політика.



У 1920-ті рр. США переживали період бурхливого економічного зростання, основною рушійною силою якого були нові технології, що активно впроваджувалися в усі сфери економіки. У 1923 р. фондовий індекс Dow Jones знаходився на рівні 99 індексних пунктів. У серпні 1929 р. він злетів на 400% і досяг 380 індексних пунктів. Тоді різко зріс обсяг банківських заощаджень громадян США. За низьких відсоткових ставок банківські кредити були доступні багатьом американцям, що розраховували погасити їх у майбутньому. Спекулянти брали банківські кредити для того, щоб вкласти ці гроші в акції. Починаючи з 1925 р., промислові компанії рапортували про прибутки і віддавали перевагу інвестуванню їх у виробництво нових видів продукції, що спонукало біржових гравців активно скупати їх акції. Однак у 1929 р. з'ясувалося, що акції не забезпечують високого рівня дивідендів, а прогноз прибутків багатьох компаній-емітентів виявився завищеним. Компанії-емітенти зіштовхнулися з падінням обсягів продажів, тоді як курси їх акцій зростали. Нарешті, 24 жовтня 1929 р. фондовий ринок упав, а 13 листопада акції впали до історичного мінімуму. Збитки становили приблизно 30 млрд дол. США, що еквівалентно витратам США під час Першої світової війни. У 1932 р. індекс Dow Jones опустився до 41, а в 1933 р. обсяг ВВП США упав на 27% порівняно з рівнем 1929 р. Збанкрутувала майже половина банків, а чверть жителів США стали безробітними. Новий поступальний розвиток економіки США почався лише наприкінці 1930-х рр.

Велика депресія в США негативно вплинула і на економіки решти країн світу. Оскільки в той період лише Франція і США активно поповнювали свої золоті запаси (на 1927 р. половина світових запасів золота була сконцентрована саме в цих країнах), вони спромоглися утримати свої національні валюти від падіння. На думку окремих економістів, уроки Великої депресії врахували практично всі країни світу. Однак це аж ніяк не гарантує, що старі помилки не будуть повторені.

Саме ці приклади стали канонічними, проте аналогічні епізоди масового божевілля можна знайти і в більш пізній період. Незважаючи на зовнішню схожість, у них можна знайти серйозні розходження, зумовлені, по-перше, тим, чи виникає ситуація стихійно, чи хтось зловмисно закладає основу піраміди; по-друге, що важливо, тим, чим же все скінчиться, чи буде якийсь позитивний результат. Нехай Голландія й пережила складні часи 300 років тому, але сьогодні квіти – один з компонентів її процвітання, а Англія тривалий час залишалася провідною індустріальною державою, отже в кінцевому підсумку це кризи розвитку, а всілякого роду "піраміди" лише залишають про себе негативну згадку.

"Мильні бульбашки" надуваються через надлишок вільних грошей, а у світовій економіці на 1990 р. утворився їх величезний надлишок. Усі спроби зв'язати їх жорсткими монетарними методами в рамках західної економіки успіху не мали. Значна частина цих грошей забезпечила економічне зростання Китаю і сполучені з ним "сировинні бульбашки". З середини 1990-х рр.



центробанки провідних країн, натхнені успіхами в боротьбі з інфляцією, надто лібералізували грошово-кредитну політику. Як наслідок – вартість активів різко зросла: капіталізація американського фондового ринку досягла 160% ВВП, і навесні 2000 р. лопнула перша "бульбашка" – технологічна. Проте надлишкова ліквідність не зникла – вона просто перетекла на ринок нерухомості, піднісши ціни на небачені рівні. Середня ціна житла в США з 1997 р. зросла на 69,3%, а сукупна – до 160% ВВП, тоді як упродовж 1951–1999 рр. вона становила в середньому 105% ВВП. Причому такі "бульки" надуваються в найрізноманітніших точках земної кулі. Так, наприклад, в Австралії капіталізація фондового ринку зросла з 37% ВВП в середньому в 1985–1995 рр. до 120% ВВП, а ціна житлової нерухомості – з 176 до 337% ВВП. Різке зростання цін на нерухомість спостерігалось і в Китаї.

Зазвичай надлишкова ліквідність на фінансових ринках спричиняє переоцінку активів, цінних паперів або нерухомості. Маючи на руках надлишок грошей, інвестори в пошуках доходу "мігрують" від акцій до облігацій, від золота до нерухомості. Однак зрідка переоцінці піддані й товари, які за визначенням не є інвестиційними: метали, нафта, навіть зерно, що псується з часом, або взагалі тюльпани. Водночас усі "цінові бульбашки" рано чи пізно лопаються. Оскільки такого роду "бульбашки" є більше психологічним, ніж економічним явищем, визначити, коли це станеться, важко. Хоча є якась загальна статистика: у середньому три роки надування – і падіння цін від 30 до 90%, однак вона радше характеризує тенденції ринків акцій і нерухомості, де зростання цін є найбільшим (табл. 1) [25].

Таблиця 1

Наймасштабніші цінові "бульбашки"

Товар	Країна	Період	Зростання		Падіння	
			величина, %	тривалість, міс.	величина, %	тривалість, міс.
Тюльпани	Голландія	1634–1637	+5900	36	-93	10
Акції	Франція	1719–1721	+6200	13	-99	13
Акції	Англія	1719–1721	+1000	18	-84	6
Акції	США	1923–1932	+345	71	-87	33
Акції	Мексика	1978–1981	+785	30	-73	18
Срібло	США	1979–1982	+710	12	-88	24
Акції	Кувейт	1978–1986	+7000	36	-98	30
Акції	Гонконг	1970–1974	+1200	28	-92	20
Акції	Тайвань	1986–1990	+1168	40	-80	12

Джерело: за даними Morgan Stanley.

На психологічну основу "мильних бульбашок" вказує і лауреат Нобелівської премії з економіки Джозеф Стігліц (Joseph Stiglitz). Він зазначає, що брокери з Уолл-Стріт, коли скидали акції, знаючи, що вони незабаром перетворяться на сміття, використовували ту саму ірраціональність, яку розкрили



Д.Канеман і В.Сміт. Більша частина манії, що призводить до економіки "мильних бульбашок", базується на використанні психології інвесторів [26].

У дійсності ця ірраціональність не є новиною також і для тих, хто займається економікою як наукою. Джон Мейнард Кейнс (Keynes, John Maynard) уже давно описав фондову біржу не як засновану на діях раціональних індивідуумів, що прагнуть установити фундаментальні закони ринку, а як конкурс краси. Переможцем стає той, хто краще вгадує, що скажуть судді.

У сучасній економіці глобалізація і розвиток фінансових ринків спричинили те, що "мильні бульбашки" стали ледве не повсякденним явищем. У 1980–1990 рр. фінансові буми пройшли практично в усіх провідних промислово розвинених країнах, а в деяких неодноразово (табл. 2) [24].

Таблиця 2

**"Мильні бульбашки" у промислово розвинених країнах
у 1980–1990-х рр.**

Країна	"Мильна бульбашка"
США (1987–1991)	Криза позико-ощадних установ і колапс "мильної бульбашки" на ринку акцій
США (1999–2001)	"Мильна бульбашка" на ринку акцій високотехнологічних і інтернет-компаній
Швеція, Фінляндія і Норвегія (1990–1992)	Кредитний бум завершився банківською кризою і падінням цін на нерухомість
Австралія (1989)	Проблеми в банківському секторі через безнадійні позики
Японія (1989–1991)	Бум на фондовому ринку, викликаний зростанням цін, закінчився кризою фінансової системи
Велика Британія (1990–1991)	Бум на ринку іпотечних кредитів спричинив економічну рецесію і кризу дрібних та середніх банків

Джерело: за даними Morgan Stanley.

Варто згадати так звану кризу ощадних установ (1985–1990 рр.), місцевих іпотечних банків. Причина кризи полягала в низці помилок грошових влад США, що прогледіли виникнення відсоткового ризику, який виник, коли ставки по депозитах внаслідок інфляції були підняті, а більшість кредитів було надано на великі строки за фіксованими ставками. Однак у результаті кризи ощадних установ якусь перевагу одержали позичальники, що взяли іпотеку за заниженими ставками. Основна частина позико-ощадної галузі збанкрутувала. Загальна втрата від санації позико-ощадної галузі становила, за різними оцінками, від 140 до 200 млрд дол. США, тобто 2,5–3,5% від ВВП.

Спасіння мексиканських банків після кризи песо в 1994–1995 рр. обійшлося платникам податків у 21% до ВВП, а втрати від банківської кризи 1991–1992 рр. у скандинавських країнах – 5–7% [27].

Світ знаходиться в самому центрі найбільшої в економічній історії "бульбашки", стверджував економіст інвестбанку Morgan Stanley Енді Ксі (Andy Ksi) в опублікованій у 2005 р. доповіді "Світова економіка: бульбашки навколо нас" [28], що набула широкого розголосу. За його оцінкою, "бульбашка", тобто



необґрунтовано висока вартість активів – нерухомості, акцій і сировинних ресурсів – може досягати 50% світового ВВП. Лопнути вона може доволі швидко, попереджав Ксі, а почнеться цей процес, за його версією, з найслабшої ланки – економік країн Південно-Східної Азії. Економічні мильні бульбашки надуваються внаслідок надлишку вільних грошей: з середини 1990-х рр. центробанки провідних країн, натхнені успіхами в боротьбі з інфляцією, "помилулись – надто сильно послабили грошову політику", стверджував експерт Morgan Stanley. Хоча подібні документи готуються тривалий час і не підлаштовуються до конкретних подій, цей документ був опублікований практично одночасно з початком кризи в Індонезії.

Слід зазначити, що якщо раніше "мильні бульбашки" утворювалися винятково на ринку цінних паперів, то тепер вони можуть народжуватися на ринку будь-якого фінансового активу: облігацій, акцій, кредитів, нерухомості.

Найбільший друкарський станок світу – Федеральна резервна система США⁸ – тривалий час не звертав увагу на динаміку ринку нерухомості. Адже згідно з економічними теоріями 1960–1970-х рр., надлишок грошей мав би викликати споживчу інфляцію, а ціни на повсякденні товари в 1990–2000-х рр. зростали повільно, і нацбанки зробили висновок, що "все в порядку", пояснював Ксі.

Проте теорія не враховувала глобалізації економіки. При цьому широко поширеною була думка, що регуляторна функція зберігається лише на рівні національних держав у межах їх повноважень, тоді як світові процеси відбуваються практично безконтрольно і зумовлюються співвідношенням геополітичних, макроекономічних чинників і впливом на них провідних держав. Тобто, виходячи з цієї точки зору, все визначається автоматично. Однак гроші витрачалися не лише в крамницях, але й вкладалися в інвестиційні фонди, які й надували "бульбашки" то на одному ринку, то на іншому. У 1997–1998 рр. панічна втеча інвесторів "здула" ці "бульбашки" на фондових, валютних і боргових ринках Південної Кореї, Малайзії, Філіппін, Індонезії, але пройшло два роки, і ціни на нерухомість знову пішли вгору.

Позитивна оцінка глобалізації оспорується з огляду на результати розширення лібералізації торгівлі і валютного обміну. Д.Родрік (Dani Rodrik) [29], а також Д.Окампо (Jose Antonio Ocampo) і Л.Тейлор (Lance Taylor) [30] показали, що пов'язані з цими заходами доходи невеликі і можуть не братися в розрахунок. Водночас значно зросла небезпека виникнення кризи і руйнівних дій фінансової спекуляції. Д.Родрік особливо виділяє дестабілізуючу дію надмірної конвертованості валют і надмірної фінансової лібералізації [31], таку ж думку поділяють дослідники, що працювали над вивченням азіатської кризи 1997 р. [32–34].

Вочевидь глобалізація істотно і не завжди позитивно впливає на банківську діяльність, якщо розглядати цей процес з позиції інтересів національної економічної системи. Водночас все це не може не формувати нову сукуп-

⁸ Грошова база в США за грінспенські (голова ФРС Алан Грінспен) чверть століття зросла втричі. При цьому ВВП у порівнюваних цінах збільшився на 50%.



ність ризикоутворюючих чинників, суттєво не впливати на зміну ступеня керуваності національної банківської системи і на характер "входження" банківської системи в кризові ситуації та особливості виходу з них. Питання про зв'язок глобалізації й кризових явищ у банківській сфері заслуговує самостійного вивчення.

Однак світовий ринок нерухомості – не найбільша "булька". Більш за все, на думку аналітиків, "роздувся" нафтовий і пов'язані з ним сировинні сектори. Тут, ймовірно, не обійшлося без спекуляцій. Слово "спекуляції" за визначенням має негативний відтінок – відразу уявляєш собі спритників-фінансистів, які безсоромно грабують інших. У реальності справа часто виглядає з точністю до навпаки: йдеться про людей недосвідчених у фінансових питаннях, які дотримуються останніх віянь моди аж до розорення. Саме це сталося з акціями високотехнологічних компаній. Однак на нафтовому ринку ситуація вбачається більш серйозною. Тут роль найбільших "спекулянтів" відіграють інституційні інвестори – пенсійні і хеджеві фонди (фондові пули без жорсткого структурування) й інвестиційні банки. Вони скуповують ф'ючерсні нафтові контракти, по суті, роблячи ставку на те, що через півроку-рік ціни будуть вищі від нинішніх. За оцінкою економіста Філіпа Ферлегера-молодшого (Philip Verleger Jr), з 2002 по 2006 рр. інвестиції у ф'ючерсні контракти різко зросли – можливо, вчетверо, а їх обсяг перевищив 100 млрд дол. США [35].

Як відзначалося в доповіді, підготовленій в апараті Постійного підкомітету з розслідувань при Сенаті США (Senate Permanent Subcommittee on Investigations), це, ймовірно, обернулося зростанням поточних (спотових) цін. Оскільки інвестори вкладають гроші у ф'ючерсні контракти, ф'ючерсні ціни зростають. З кінця 2004 р. вони, як правило, перевищували спотові ціни. Це, стверджувалося в доповіді, спонукало компанії "притримувати" нафту (створювати "перехідні запаси"), оскільки в майбутньому її можна буде продати прибутковіше. Однозначних оцінок, як подібні спекуляції вплинули, і чи вплинули взагалі на підвищення цін, немає. У доповіді наводяться різні оцінки їх "внеску" – від 7 до 30 дол. США за барель.

Теоретично, цей процес ф'ючерсних спекуляцій здатен підживлювати сам себе, що призведе до створення велетенської "мільної бульбашки". Що більше ф'ючерсів будуть скуповувати спекулянти, то більше нафти "притримують" компанії – а відтак, ціни і далі зростатимуть. У якийсь момент "бульбашка" лопне. На фоні переповнених нафтосховищ непередбачене зростання пропозиції чи уповільнення темпів підвищення попиту може спричинити обвал цін, оскільки накопичені запаси необхідно буде реалізувати, а попит, відрізняється нееластичністю. Так, досягши історичного максимуму в 135 дол. США наприкінці травня 2008 р., ціни на нафту почали поступове зниження. Першим доволі відчутним "провалом" стало 3 червня, коли барель Brent втратив у ціні 3,4 дол., заклавшись на позначці в 125 дол. Формально, падіння тоді було спровоковане зростанням курсу долара, що почався після заяви глави ФРС США Бена Бернанке про усвідомлення негативного впливу послаблення дола-



ра, на рівень інфляції. Опубліковані 4 червня дані по запасах палива в США за тиждень, що завершився 30 травня, спровокували подальше падіння цін. Резерви нафти в країні скоротилися на 4,8 млн барелів. Але відбулося це лише через зростання виробництва палива на американських НПЗ. Товарні запаси автомобільного бензину лише за тиждень збільшилися на 2,9 млн барелів, продуктів перегонки – на 2,3 млн. Зростання виявилось істотно вищим, ніж прогнозували аналітики, очікуючи підвищення лише на 0,8 і 1,7 млн відповідно. У результаті після закінчення торгів липневий контракт на нафту Brent Crude втратив у ціні 2,5 дол. США, опустившись до 122 дол. за барель.

Однак, що б не трапалося в майбутньому, не слід робити поспішних висновків про те, що нафтові ціни підвищуються штучно, через дії спекулянтів. Спекуляції пов'язані з цілком реальними ризиками – припиненням нафтових поставок з району Персидської затоки, втратами, яких можуть завдати, скажімо, американським видобувним платформам і переробним заводам урагани в Мексиканській затоці, або скороченням пропозиції через політичні події у нафтовидобувних країнах. Отже, високі ціни відображають реальну непередбачуваність ситуації.

Зростаючі ціни на сировину наближаються до загрозово високого рівня для кредитоспроможності галузей, тісно пов'язаних з енергоносіями. З даною оцінкою Morgan Stanley згодні експерти рейтингового агентства Standard&Poor's. Проте кожна "мильна бульбашка" по-своєму унікальна: якщо вона лопне і ціни істотно знизяться, не слід будувати ілюзій, наче це стане початком нової ери нафтового достатку.

Останнім часом експерти заговорили про нову "мильну бульбашку" – золото. І навіть скоріше не про сам метал, а про ціну на нього. Наприкінці 2006 р., коли ціна золота почала своє стрімке зростання і перевищила 700 дол. США за тройську унцію, усі в паніці скуповували метал, що дорожчав, вважаючи, що врятують таким чином свої заощадження. Але буквально через тиждень-два дорогоцінний метал відкотився до 550 дол. США, всі схопилися за голову й почали рахувати збитки, поспіхом продаючи тільки-но куплене золото [36]. Про збитки банків і згадувати не варто, адже на азіотажі був куплений не один кілограм, а десятки й навіть сотні.

Проте золото завжди мало і матиме тенденцію до зростання. Ось і кінець 2007 р., і початок 2008 р. не стали винятком із загального правила. Основою послужила нестабільність в економіці США, коли криза в іпотечному секторі досягла свого апогею. Подальше зростання спровокували торговці. Як підсумок – наростаючий попит перевищує пропозицію, і ціна ракетою злітає до позначки 1000 дол. США. Не побачити панічні настрої було неможливо. Але, як і слід було очікувати, за кожним стрімким зростанням іде падіння. Адже як не крути, а на думку експертів, взаємозалежність долар – золото – євро проіснує ще достатньо довго. У цей ланцюжок також можна вплести нафту.

Розбіжність графіків коливання пар євро – долар, долар – золото і євро – золото показує, що залежність ланцюжка порушена, а це в черговий раз



свідчить про завищену ціну на золото. Безсумнівно, політики й економісти зі світовим ім'ям мають вплив на коливання курсів валют і цін, але залежність і баланс при цьому порушити практично не можливо. На думку деяких аналітиків, ціна на золото в 900 дол. США за унцію все ще є завищеною. Якщо долар відновить втрачені позиції і зміцниться, то повернення можливе до 800, а то й до 700 дол. за унцію. Якщо ж США вступлять у стадію тривалої рецесії, то повернення до 1000 дол. за унцію золота неминуче.

Слід зазначити, що й задовго до появи доповіді Morgan Stanley експерти зазначали, що глобальна економіка тримається на плаву лише завдяки трьом "мільним бульбашкам": 1) зростанню державної заборгованості, що давно поглинула заощадження; 2) зростанню споживчих кредитів⁹; 3) інфляції курсів акцій.

(Продовження в наступному номері)

Література

1. Журавлев С. Слишком юные для нехороших болезней // Эксперт. – 2007. – № 48. – С. 26–30.
2. Чайка Ф. Алан Гринспен пророчит финансовую катастрофу // Финансовые известия. – 2007. – 10 сентября.
3. Сорнетте Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков: критические события в сложных финансовых системах. – М.: SmartBook: Изд-во "И-трейд", 2008. – 400 с.
4. Сорос Дж. Период великого разрушения благосостояния [Електронний ресурс] / Политика de facto. – Доступний з: <http://politika.co.ua/articles?article_id=1025>.
5. Деловые циклы, циклы "пузырей", Кондратьевские циклы и Первая глобальная Великая депрессия [Електронний ресурс] / Независимое аналитическое обозрение. – Доступний з: <<http://www.polit.nnov.ru/2008/04/07/bubblecycles/>>.
6. Теорія змови [Електронний ресурс] / Вікіпедія – Доступний з: <<http://uk.wikipedia.org/wiki/>>.
7. Adam, M.C. and Szafarz, A. (1992). Speculative bubbles and financial markets // Oxford Economic Papers 44, p. 626–640.
8. Анализ перегрева рынка недвижимости Украины [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://bgs.kh.ua/esk/peregrev.pdf>>.
9. Словарь по экономике и финансам [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://slovari.yandex.ru/dict/glossary>>.
10. Экономический пузырь [Електронний ресурс] / Вікіпедія. – Доступний з: <<http://uk.wikipedia.org/wiki/>>.
11. Johansen, A. and Sornetto, D. Financial "anti-bubbles": Log-periodicity in gold and Nikkei collapses // International Journal of Modern Physics C 10, 563575.

⁹ Дослідження МВФ засвідчили, що кредитний бум у країнах, що розвиваються (аналізувався досвід 28 таких держав з Латинської Америки, Азії й Африки), у 1970–2002 рр. у середньому тривав 3,5 роки з коливаннями в межах від двох до п'яти років. За ним настає повномасштабна рецесія – зниження ВВП, паралельно якому погіршуються показники роботи банків. Відповідно до базового визначення, кредитна експансія в країні зветься бумом, якщо вона перевищує стандартні для цієї держави коливання в обсягах надання позик у 1,75 раза і більше. За іншою методикою, вододілом між бумом і просто підвищеною кредитною активністю став приріст обсягу наданих позик більш ніж на 17% упродовж трьох років. При цьому кожний з бумів співпадав з висхідною фазою економічного циклу, що характеризується загальним поліпшенням ситуації в економіці. На піку буму зростання кредитування нерідко сягало 40% і більше. Згодом його обсяги різко знижувалися і провокували затяжну кризу в економіці, посилюючи циклічні явища. Типовим наслідком цього були валютна (ймовірність події 85%) і банківська (75%) кризи. Різке збільшення кредитування звичайно співпадало зі зростанням виробництва, інвестування і споживання. І навпаки, зв'язок між бумом, станом поточного рахунку платіжного балансу і обсягом заощаджень в економіці виявився дуже слабким.



12. Шульгин А.Г. Пузыри на валютном рынке [Электронный ресурс] / ЭСМ. Федеральный образовательный портал. – Доступный з: <<http://www.ecsocman.edu.ru/db/msg/114166>>.
13. Быстрова Ю. Джон Лоу [Электронный ресурс] // Чужие деньги. – 2008. – № 4. – Доступный з: <<http://www.fxmoney.ru/archive/28/19.php>>.
14. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь: 5-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 495 с.
15. Гласмен Дж., Хэссет К. Американский рынок – не "мыльный пузырь" // Ведомости. – 1999. – 9 сентября.
16. Моисеев С. Рынок всегда прав? [Электронный ресурс]. – Доступный з: <<http://www.internetforex.ru/statii/172.htm>>.
17. Экономике мира падают жертвами "мыльных пузырей" [Электронный ресурс]. – Vladinvest. – Доступный з: <www.vladinvest.ru/articles/bubbles.html>.
18. Сатир Ж. Региональная интеграция: выбор России и ЕС [Электронный ресурс]. – Доступный з: <www.ector.ru/pdf.php?id=2002/4/04>.
19. Национальный доклад: Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия. – М.: Финакадемия, 2008. – 140 с.
20. Энциклопедия недвижимости [Электронный ресурс]. – Доступный з: <<http://estadia.ru/index.php/>>.
21. Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors. – IOSCO, 1998.
22. Levine, Sheen S. and Zajac, Edward J. The Institutional Nature of Price Bubbles, 2007.
23. Дорси В. Анатомия биржевого рынка. – СПб: Питер, 2005. – 400 с.
24. Моисеев С. "Мыльные пузыри" и политика центрального банка // Дайджест-Финансы. – 2001. – № 12. – С. 30–34.
25. Горюнов Д. В мировой экономике – рекордный ценовой пузырь на рынках сырья [Электронный ресурс] // Экономические известия. – Доступный з: <<http://e-news.com.ua/ru/show/53692.html>>.
26. Стиглиц Дж. Реванш науки над рыночным фундаментализмом // День. – 2002. – 14 декабря.
27. Miotti L., Plihon D. Liberalisation financiere, speculation et crises bancaires // Economie intern. – P., 2001. – № 85. – P. 3–36.
28. Пузыри мировой экономики грозят лопнуть [Электронный ресурс] // Ведомости. – 2005. – 1 сентября. – Доступный з: <<http://www.economica.com.ua/finance/news/1120.html>>.
29. Rodrik D. Globalization, Social Conflict and Economic Growth. Prebisch Lecture 1997, UNCTAD/CNUCED, Genève, 1997, 24 October.
30. Ocampo J.A. and Taylor L. Trade Liberalization in Developing Economies: Modest Benefits but Problems with Productivity Growth, Macro Prices and Income Distribution. Center for Economic Policy Analysis // Working Paper. – № 8. – CEPA, New School for Social Research. NY, 1998.
31. Rodrik D. Who needs Capital-Account Convertibility? // Essays in International Finance. – № 207. – Princeton University, May 1998.
32. Rajan R.S. Sanfs in Wheels of International Finance: Revising the Debate in Light of the East-Asian Mayen. Institute of Policy Studies. Working Paper. – Singapore. – April 1999.
33. Krugman P. Saving Asia: It's time to get Radical // Fortune, 7 September 1998.
34. The East Asian Crisis – causes, policy responses, lessons and issues // Central Bank of Malaysia. – Working Paper № 4. – June 1998.
35. Возник ли на нефтяном рынке "мыльный пузырь"? [Электронный ресурс]. – Экономика: интернет-газета. – 28 июля 2006 г. – Доступный з: <<http://www.economica.com.ua/oil/digest/85578.html>>.
36. Золото: Мыльные пузыри в экономике [Электронный ресурс] / Global consulting. – Доступный з: <<http://www.gc.ua/archive.php?type=news&id=4283>>.