

С. О. Тхор,

кандидат економічних наук,

Східноукраїнський національний університет ім. В. Даля,

м. Луганськ

СПЕКУЛЯТИВНІ БУЛЬБАШКИ ТА ЇХ ВПЛИВ НА РОЗВИТОК КРИЗОВИХ ЯВИЩ

Постановка проблеми. Ринкова економіка періодично зазнає економічних криз. Інакше кажучи, для економічного розвитку характерне періодичне виникнення, загострення та розв'язання соціально-економічних суперечностей.

Наразі світова економіка переживає наймасштабнішу економічну кризу. Поряд із забезпеченням реального сектора економіки у фінансовому секторі зародилися і почали активно розвиватися (особливо за останні 15 років) спекулятивні механізми створення фінансових активів окремо від реального сектора економіки. Зрештою спекулятивні сегменти почали домінувати над іншими складовими фінансового сектора, відволікаючи значну частину фінансових активів із реального сектора економіки. Під впливом цих факторів світова економіка почала нагадувати перевернену піраміду: над малою основою її реального сектора (де в основному і реалізуються інноваційні процеси) нависає значно більший фінансовий сектор із власними механізмами виробництва фінансових активів і з великим ризиком виникнення і хлопання так званих спекулятивних „бульбашок” на різних світових ринках.

Аналіз досліджень. Однією з теорій, що пояснює економічні цикли є Австрійська теорія економічних циклів. Відповідно до неї, економічні цикли є безпосереднім наслідком неефективних та деструктивних політик центрального банку, які призводять до тривалого заниження відсоткових ставок, що сприяє видачі у надмірних обсягах кредитів, виникненню спекулятивних економічних бульбашок та зменшенню заощаджень.

З кінця 1930-х рр. в економіці запанувала кейнсіанська теорія макроекономіки, яка загальні економічні ситуації пояснювала через ймовірні відносини між статистичними агрегатами, як то споживча й державної квоти (здебільшого державна квота визначається як співвідношення державних видатків до ВВП), а також інфляції. У той час, як теорія Гаєка насамперед робить наголос на тому, як зміна відносних цін впливає на структуру продукції різноманітних галузей.

У політиці рецепт Кейнса про політичне регулювання суспільного попиту (у разі потреби за допомогою кредитно-фінансової державної програми емісії) здобував щоразу більше прихильників. Тим часом застереження Гаєка щодо політичного викривлення цін та рин-

кової структури довгий час залишалися непочутими. „Вульгарне кейнсіанство” у 1970 рр. і справді привело до прогнозованого Гаєком наслідку — стагфляції: безробіття і стагнація у виробництві за одночасної інфляції та непомірного зростання державної заборгованості.

Кон'юнктурна теорія Гаєка доволі комплексна у своїх деталях. Проте її стрижневу ідею можна сформулювати у трьох позиціях:

- призвідником кризи є бум;
- призвідником буму є занадто дешеві кредити;
- надмір дешевих кредитів спричинює переінвестування та хибне інвестування, які в часи кризи коригуються великими втратами капіталу та робочих місць [1].

Теорія кризи Гаєка стала стрижнем теорії bubble есопому (бульбашкова економія), тобто спекулятивних бульбашок. Гаєк, як і Кейнс, не бере вихідним пунктом ринкову економіку як досконалий механізм, який допомагає оптимізувати виробництво. Він виходить із різноманітних і непевних індивідуальних очікувань, які можуть завести у хибному напрямку. Це, перш за все, трапляється тоді, коли система відносних цін зазнає політичних маніпуляцій і тому не може надійно і вчасно інформувати про ризики й зміни слабких ланок [2].

Мета даної статті визначення причин та можливостей виникнення економічних бульбашок та їх вплив на розвиток економічних кризових явищ.

Виклад основного матеріалу. Критичною для економічних криз є насамперед облікова ставка як цінний сигнал для регулювання й інвестицій, а отже, довготермінового напрямку розбудови виробництва. Можливість виникнення кризи обумовлена тією обставиною, що кредит у системі штучно створених грошей більше не залежить від того, що дійсно було заощаджено.

Це досить переконливо продемонстрував спалах теперішньої кризи у США. Біля її витоків можна поставити тодішнього президента Федерального Резерву Алена Грінспена, який напамповував ринки щоразу дешевими грошима, аби подолати кризи, спричинені біржовою бульбашкою „нової економіки” чи терактом 11 вересня 2001 р. Це на короткий термін навіть вдалося реалізувати, а низькі, інколи навіть негативні реальні відсотки зробили можливим виникнення бульбашок на ринку нерухомості. При тому, що придбан-

ня власних будинків кредитно-фінансово підтримувалося й державою.

А це і є те, від чого застерігав Гаєк у своїй теорії кризи. Вона пояснює, що переінвестиція у певні сектори економіки була спричинена збільшенням грошової маси та кредитів. А після закінчення буму ці інвестиційні впливання можна було підтримувати лише за допомогою прискореного впровадження дешевих кредитів. Зрозуміло, що це не могло тривати вічно. Тож суттєвою причиною економічної кризи став політично спровокований бум.

З огляду на пошук винуватців, теорія Гаєка підходить до актуальної кризи значно більше, ніж кейнсіанська теорія, яка наріжним каменем кризи виставляє надмірну ощадність та слабкий попит. З огляду на механізми кризового прискорення, нинішня криза виявила також аспекти, які ще були невідомими в часи Гаєка і Кейнса. Тому нинішні гострі економічні проблеми лише частково можна пояснити переінвестиціями в реальну економіку (в першу чергу у будівельну та автомобілебудівну індустрію).

Дешеві кредити у випадку з інвестиційними банками призводять до того, що ці інституції зважаються на чимраз ризикованіші гешефти. Звідси й небезпека виникнення „токсичних цінних паперів” шляхом списування іпотечних кредитів у астрономічних розмірах і раптовий удар по інституціях кредитного страхування.

Що роблять із кризою, якщо вона вже прийшла? Нині популярною є вульгарно-кейнсіанська відповідь: ще більше дешевих кредитів, а якщо це вже неможливо, оскільки банки охочіше накопичують гроші, аніж позичають, то виручити зможе лише державна кредитно-фінансова допомога.

Гаєк радше оцінив би особливість актуальної кризи як кризи фінансової системи й акцептував би державну турботу про ліквідність на кредитному ринку як тимчасовий нагальний захід. Проте, водночас він би вимагав усунення дисбалансів між грошовою масою та виробничим потенціалом, між кредитною квотою та квотою заощаджень, а також припинення протегування окремих секторів реальної економіки.

Актуальні вульгарно-кейнсіанські програми допоможуть у найкращому випадку пом'якшити наслідки кризи до наступних виборів (згадаймо хоча б німецьку антикризову програму виплат за старі автомобілі під час придбання нових). У довготривалій перспективі вони схиляють продуктивні фактори до безплідного використання й призводять таким чином до спаду виробництва, зростання заборгованостей та інфляції, появи спекулятивних бульбашок.

Економічна „бульбашка” (також „спекулятивна”, „ринкова”, „цінова”, „фінансова”) — торгівля крупними об'ємами товару або частіше за похідні папери за цінами, що істотно відрізняються від справедливої

ціни. Як правило, ситуація характеризується ажіотажним попитом на якийсь товар, внаслідок чого ціна на нього значно зростає, що, у свою чергу, викликає подальше зростання попиту [3]. Ринок, який стрімко роздувається на основі спекуляцій і безпідставного зростання цін, економісти називають „bubble”.

Єдиної думки про причини виникнення „бульбашок” і етапи їх розвитку в економічній теорії немає.

Існують гіпотези, що розглядають виникнення економічних бульбашок як наслідок невизначеності дійсної вартості, результат спекуляцій або випадок обмеженої раціональності. Зовсім недавно була висловлена гіпотеза, що бульбашки виникають в результаті цінової змови або інституціоналізації ринку капіталу (зростання частки корпоративних інвесторів).

Для кожної із запропонованих гіпотез відомі випадки виникнення бульбашок, що заперечують їх головні постулати. Оскільки на реальному ринку важко виявити дійсну вартість товару, бульбашки, як правило, виявляються тільки пост-фактум, після раптового падіння цін. Таке падіння відоме як „розрив” бульбашки. І зростання, і розрив бульбашок є прикладами регулювання з позитивним зворотним зв'язком, на відміну від регулювання з негативним зворотним зв'язком, яке повинне визначати рівноважну ціну у разі нормальних ринкових умов. Ціни в економічній бульбашці часто хаотично флюктують і не можуть бути визначені виключно із співвідношення попиту і пропозиції.

Економічні бульбашки в цілому вважаються шкідливими для економіки, оскільки призводять до неоптимального розподілу і витрат ресурсів. Крім того, обвал, зазвичай наступний за економічною бульбашкою, може знищити величезну кількість капіталу і викликати тривалий спад в економіці. Тривалий період безризикових прибутків може просто продовжити період спаду, як це було для значної частини світу під час Великої депресії в 1930-х рр. і в 1990-х в Японії, під час буму нерухомості. Наслідки розриву бульбашки можуть не тільки спустошити національну економіку, але і відгукнутися за її межами.

Ще один важливий аспект економічних бульбашок — їх взаємодія з традицією витрат. Учасники ринку з переоціненими активами схильні витратити більше, оскільки відчують себе багатими. Багато спостерігачів приводять в приклад ринки нерухомості у Великобританії, Австралії, Іспанії і частині США як приклад такого ефекту. Коли бульбашка несподівано розривається, тримачі переоцінених активів зазвичай переживають почуття збіднення і схильні максимально урізувати свої витрати, що приводить до уповільнення економічного зростання і до поглибленню кризи.

Коли бульбашка розвивається на ринку капіталу, вона називається біржовою бульбашкою. Як правило,

дуже важко наперед відрізнити біржову бульбашку, що розростається, від звичайного „бичачого” тренда.

Існують підстави вважати, що бульбашки виникають не внаслідок виборчої раціональності або припущень про ірраціональність поведінки інших учасників ринку, як вважається в Теорії Великого Дурня. Бульбашки можуть виникати і в ситуаціях, коли учасники ринку цілком здатні вірно оцінити активи, і навіть в ситуаціях, коли неможлива спекуляція.

Популярна серед дилетантів, але недавно дискредитована емпіричними дослідженнями Теорія Великого Дурня пояснює розвиток бульбашки поведінкою незмінно оптимістичних учасників ринку (дурнів), які купують переоцінені активи, сподіваючись продати їх іншим жадібним спекулянтам (більшим дурням) за більшою ціною. Відповідно до цього пояснення, бульбашки ростуть, поки дурні можуть знаходити більших дурнів, щоб перепродувати їм переоцінені активи і лопаються, коли більший дурень стає найбільшим дурнем, який заплатив найвищу ціну за актив, і вже не може знайти, кому б його продати.

Прогноз здуття бульбашки зазвичай є зламом старої економічної моделі, навіть якщо нова модель відома, то точний момент передбачити неможливо.

Один з різновидів мильних бульбашок — фінансові бульбашки.

Фінансові бульбашки виникають в будь-який час і в будь-якому місці. Це може бути фінансовий чи фондовий ринок, товарний чи ринок нерухомості.

Причини споживчого буму, а також велика частина причин довготривалого інвестиційного буму в американській економіці пояснюються спекулятивною бульбашкою, що роздувається на фондовому ринку США з 1995 г. Протягом подальших п'яти років ціни на акції росли з феноменальною швидкістю — 23,6% в рік. Тим часом зростання прибутку корпорацій в цей період сповільнилося. Стимулом для зростання цін на американські акції в 1994-1999 рр. були спекулятивні чинники — упевненість в тому, що ціни на акції будуть як і раніше швидко рости і, отже, забезпечувати акціонерам крупні прибутки на капітал [4, 5].

Фінансова бульбашка виявилась величезною за своїми розмірами. Сукупна ринкова вартість всіх випущених в звернення акцій американських корпорацій збільшилася з 5,5 трлн дол. в 1994 р. до 17,1 трлн дол. в 1999 р., що склало приріст 11,6 трлн дол. Для порівняння: загальний розмір ВВП склав в 2000 р. 9,9 трлн дол. Відношення ринкової ціни акції до „чистого прибутку” з розрахунку на одну акцію по індексу S & P 500 акцій зріс з 19,9 на кінець 1994 р. до 44,2 на кінець 1999 р. Якщо узяти співвідношення в 20 за нормальний довготривалий показник, тоді спекулятивний приріст може, ймовірно, складати приблизно 9,4

трлн дол. з 11,6 трлн дол. загального зростання цін на акції в 1994-1999 рр. (або 81%) [6].

Виникненню величезної спекулятивної бульбашки сприяло швидке зростання норми прибутку, що створив могутній стимул для вкладень в цінні папери американських корпорацій з боку найбільш платоспроможних груп населення. Стало загрозливим зростання нерівності доходів, що спостерігалось з 70-х років. Все зростаюча частина доходів переміщується на користь цих груп, які можуть використовувати основну їх масу на інвестиції.

Спекулятивний розвиток економіки спирався на обман, що роздувався: спочатку — з приводу ІТ-революції, а потім — з приводу „нової економіки”. Остання концепція примусила багато інвесторів повірити, що тепер в США ніби діють абсолютно інші економічні закони, що анулюють старий принцип, згідно якому після підйому слідує спад. Важливим чинником є те, що як наслідок ланцюга жорстоких економічних криз, що вибухнули в 90-і роки, величезна маса іноземного капіталу кинулася в США. До того ж американські засоби, що раніше інвестувалися за кордоном, тепер стали шукати для себе стабільного застосування в самих США. Азіатська фінансова криза 1997 р. стала причиною того, що притік величезних фінансових коштів, вкладених в східно-азіатські країни, що швидко ростуть, раптово змінився швидшим їх відтоком. Російська фінансова криза 1998 р. породила серед інвесторів загальний страх перед так званими ринками, що росли. Як наслідок цих двох ударів величезний об'єм фінансових коштів був направлений в США, що продовжило термін життя спекулятивної фінансової бульбашки

У цьому неолібералізм може занести на свій рахунок сумнівну заслугу, оскільки саме лібералізація східно-азіатських економік несла найголовнішу відповідальність за азіатську фінансову кризу, і саме вісім років неоліберальної перебудови привели до фінансової кризи в Росії.

У багатьох в США склалася думка, що процвітання американської економіки ніколи не кінчиться. Психологічний настрій допомагав протистояти випадковим епізодам, коли падали ціни на акції.

Незвичайний споживчий бум, що підтримує економічне зростання, багато в чому спирався на те, що рядові американські домогосподарства вдавалися до запозичень під заставу своїх активів, щоб знов і знов фінансувати споживчі витрати. В результаті останні у більшості населення росли як сніжний ком.

Споживчий бум сприяв підтримці інфляції в США на досить низькому рівні. Причому не стільки завдяки широким інвестиціям і технологічному прогресу, скільки через різке зниження можливостей трудящих

відстоювати свої інтереси в ході переговорів. Ймовірно, саме така латентна інфляція більша, ніж будь-який інший чинник, крім буму на фондовому ринку, спонукала деяких аналітиків до твердження, ніби виникла „нова економіка”, що володіє імунітетом до старих взаємозалежностей і обмежень.

У останній відрізок 90-х років на низькі темпи інфляції в США вплинули два міжнародні чинники, і вони потрапляють в категорію „щасливої випадковості”. Велика частина світової економіки (крім США) знаходилася в стані відносного спаду. Це дозволяло американській економіці „втягувати в себе” споживчі і інвестиційні товари у вигляді імпорту з-за кордону, не чинячи тиску на імпортні ціни у бік підвищення. Адаже інші країни у стадії відносного спаду могли з готовністю виконувати постачання, задовольняючи американський попит. Якби решта світу в цей період була більш процвітаючою, тоді імпорт в США кінця 90-х років здійснювався б за вищими цінами, що породило б тенденцію до збільшення темпів американської інфляції.

Більшість експертів основною причиною та джерелом світової економічної кризи називають кризу неповернення іпотечних кредитів, які у неконтрольованих обсягах надавалися банками у Сполучених Штатах громадянам держави. З суто формальної точки зору, такий підхід можна вважати прийнятним. Адаже саме проблеми у низки американських банків і, як наслідок, їх банкрутство, поклали початок сніговому кому світового масштабу, в основі якого неповернення кредитів, паніка на фондовому ринку, вилучення інвесторами значних ресурсів з ринків тощо. Втім, якщо ситуацію розглядати дещо глибше, вимальовується зовсім інша картина. Світова економічна система вже давно нагадувала мильну бульбашку, роздуту до тих меж, коли для її колапсу достатньо одного проколу.

Висновки: Здається неймовірним, але бульбашки виникають навіть на передбачуваних, ретельно прорахованих експериментальних ринках, де невизначеність зведена до мінімуму, а учасники ринку, в принципі, мають можливість розрахувати дійсну вартість активів просто оцінивши очікуваний потік дивідендів. Проте, на експериментальних ринках постійно спостерігається виникнення бульбашок, навіть коли учасники досвідчені — бізнес-студенти, менеджери, професійні трейдери. Експериментальні бульбашки показали стійкість до різноманітних умов, включаючи гру на пониження, маржинальну торгівлю і інсайдерські операції.

Література

1. **Хайек Ф.** Индивидуализм и экономический порядок / Ф. Хайек. — М. : Изограф, 2000. — 256 с.
2. **Гальчинський А. С.** та ін. Основи економічних

знань : навч. посіб. / А. С. Гальчинський, П. С. Єщенко, Ю. І. Палкін. — 2-ге вид., перероб. і допов. — К. : Вища шк., 2003. — 543 с.

3. **Шумпетер Й.** Теория экономического развития / Й. Шумпетер. — М., 1982. — С. 385 — 436.
4. **Захарін С.** Регіони: самостійна гра чи танці під одну дудку? / С. Захарін // Дзеркало тижня. — 2006. — № 10. — 18 березня.
5. **Клодт Хеннінг** та ін. Нова економіка: форми вияву, причини і наслідки : монографія. — К. : Таксон, 2006. — 306 с.
6. **Неймышев П. О.** Ситуации на развивающихся финансовых рынках / П. О. Неймышев // Финансы. — 1999. — № 5. — С. 53 — 54.

Тхор С. О. Спекулятивні бульбашки та їх вплив на розвиток кризових явищ

В статті розглянута Австрійська теорія економічних циклів, проводиться порівняння кейнсіанської теорії макроекономіки та теорії кризи Гаєка як основи теорії bubble economy. Визначається природа та механізм виникнення спекулятивних бульбашок, та їх вплив на виникнення та розвиток економічних криз.

Ключові слова: теорія економічних циклів, макроекономіка, спекулятивні бульбашки, розвиток кризових явищ.

Тхор С. А. Спекулятивные пузыри и их влияние на развитие кризисных явлений

В статье рассматривается Австрийская теория экономических циклов, проводится сравнение кейнсианской теории макроэкономики и теории кризисов Гаека, как основы теории bubble economy. Определяется природа и механизм возникновения спекулятивных пузырей и их влияние на возникновение и развитие экономических кризисов.

Ключевые слова: теория экономических циклов, макроэкономика, спекулятивные пузыри, развитие кризисных явлений.

Tkhor S. A. Speculative bubbles and their influence on development of the crisis phenomena

The Austrian theory of economic cycles is examined in the article, a comparison of theory of macroeconomics of Keynes and theory of crises of Hayek, as bases of theory of bubble economy, is made. Nature and mechanism of origin of speculative bubbles and their influence is determined on an origin and development of crises.

Key words: theory of economic cycles, macroeconomics, speculative bubbles, development of economic crisis.

Стаття надійшла до редакції 21.03.2011
Прийнято до друку 26.08.2011