

УДК 330.101

Шпинковская М.И.*кандидат технических наук, доцент,
доцент кафедры высшей математики и моделирования систем
Одесского национального политехнического университета***Шпинковская М.А.***бакалавр Национального исследовательского университета
«Высшая школа экономики»***ФАКТОРЫ ПРОЯВЛЕНИЯ «ПУЗЫРЕЙ» В ЭКОНОМИКЕ И НЕДВИЖИМОСТИ****FACTORS OF MANIFESTATION OF “BUBBLES”
IN ECONOMICS AND REAL ESTATE****АННОТАЦИЯ**

В статье рассмотрены факторы возникновения и существования финансовых «пузырей» как явления, сопутствующего экономическим кризисам. На сегодняшний день не разработана единая теория формирования и существования пузырей. Понимание процесса образования и схлопывания «пузырей» позволит предотвратить ущерб от этого явления в будущем. Проведен анализ отечественных и зарубежных источников. Определена взаимосвязь «пузырей» с развивающимся рынком недвижимости. Приведена классификация экономических «пузырей». Определены направления дальнейших исследований.

Ключевые слова: экономический кризис, «пузырь», рынок недвижимости, международная экономика, финансы.

АНОТАЦІЯ

У статті розглянуто фактори виникнення й існування фінансових «бульбашок» як явища, супутнього економічним кризам. Нині не розроблена єдина теорія формування й існування «бульбашок». Розуміння процесу утворення і схлопування «бульбашок» дасть змогу запобігти збитку від цього явища в майбутньому. Проведено аналіз вітчизняних і зарубіжних джерел. Визначено взаємозв'язок «бульбашок» із ринком нерухомості, що розвивається. Наведено класифікацію економічних «бульбашок». Визначено напрями подальших досліджень.

Ключові слова: економічна криза, «бульбашка», ринок нерухомості, міжнародна економіка, фінанси.

ANNOTATION

The article considers the factors of occurrence and existence of financial “bubbles”, as a phenomenon accompanying economic crises. To date, a unified theory of the formation and existence of bubbles has not been developed. Understanding the process of education and the collapse of “bubbles” will prevent damage from this phenomenon in the future. The analysis of domestic and foreign sources is carried out. The interrelation of “bubbles” with the developing real estate market is defined. Classification of economic “bubbles” is given. Directions for further research have been determined.

Keywords: economic crisis, “bubble”, the real estate market, the international economy, finance.

Постановка проблемы. В последнее время кризисные процессы стали рассматриваться в качестве самостоятельного объекта исследований, а не только как завершающая стадия экономического цикла. Выделяются различные подходы к объяснению кризисов и причин, их вызывающих, в частности приводящие к образованию так называемых финансовых «пузырей», причины возникновения которых предлагается рассмотреть.

Анализ последних исследований и публикаций. По мнению экспертов американского

банковского холдинга Morgan Stanly, вся глобальная экономика сейчас держится на трех образовавшихся «пузырях», а именно: росте государственной задолженности; росте потребительских кредитов; инфляции курсов акций [1]. Исследованиям различных аспектов проблемы «пузырей» в экономике посвящено множество работ отечественных и зарубежных ученых [2].

Выделение нерешенных ранее частей общей проблемы. Несмотря на немалое внимание к этому вопросу, на сегодняшний день все еще не существует единой теории возникновения и существования «пузырей». За последнее десятилетие произошло схлопывание «пузырей» на рынках недвижимости многих стран: Австралии, Великобритании, Болгарии, Канады, Китая, Кипра, Дании, ОАЕ, Венгрии, Гонконга, Индии, Ирландии, Японии, Ливана, Польши, Румынии, Южной Кореи, Испании и США.

Понимание процесса возникновения и схлопывания «пузырей» на рынке недвижимости позволит предотвратить ущерб от подобных явлений в будущем. Цель статьи заключается во всестороннем анализе теоретических аспектов возникновения «пузырей», их взаимосвязи с динамично развивающимся рынком недвижимости.

Изложение основного материала исследования. Согласно наиболее популярному определению «пузыря», данного известным американским специалистом в области международной экономики и финансов Чарльзом Кинделбергером, «под «пузырем» на финансовом рынке обычно понимается резкий рост цены актива или набора активов в течение продолжительного времени, когда первоначальный рост цены создает предпосылки для ее последующего роста и привлекает новых инвесторов, которые заинтересованы больше в росте стоимости актива, чем в использовании потенциального дохода от инвестирования. За таким ростом цены, как правило, следуют пересмотр ожиданий и резкое падение цены, что часто является причиной возникновения финансового кризиса» [3]. В следующей работе «пузырь» охарактеризован как резкое изменение цены на актив в сторону роста, которое не оправдано с точки зрения доступной

для инвесторов информации. Причем за резким ростом следует резкое снижение [4]. Все наблюдавшиеся «пузыри» в экономике связаны с притоком избыточных капиталов из производственной сферы на финансовые рынки для дальнейших спекуляций в связи со снижением доходности при инвестировании в производство [5]. Такое явление присуще нисходящей фазе Кондратьевского цикла [6]. Далее на спекулятивном рынке надувается «пузырь», развивающийся по принципам финансовой пирамиды и с невозможностью постоянного притока новых инвесторов на рынок. В какой-то момент «пузырь» лопается, наступает кризис, в течение которого все накопившиеся избыточные капиталы сгорают, что позволяет наступить новому экономическому циклу. Более собирательное понятие «пузыря» по работам представленных авторов характеризует его как «существенное отклонение рыночной стоимости того или иного актива от его фундаментальной (справедливой) стоимости, что в дальнейшем приводит к краху» [2].

В первой половине XX в. Мински выделил следующие этапы в жизненном цикле «пузыря»: появление идеи о «новом мире»; бум; эйфория; уход рациональных игроков; паника [7].

Каждый финансовый кризис возникает с появления какого-нибудь новшества, идеи «нового мира». Это может быть связано с технологическим прорывом и зарождением новой отрасли, освоением новых территорий (рынков), финансовыми инновациями, возникшей ситуацией ограниченности ресурсов, изменениями политических и макроэкономических условий в стране [8]. Далее при наличии у инвесторов доступных денежных средств, преимущественно взятых в долг, активизируется торговля активами, имеющими отношение к возникшему новшеству. При постоянном подключении к рынку все новых и новых игроков цены на активы продолжают расти, и в какой-то момент их рост начинает больше основываться на возможности дальнейшей перепродажи все прибывающим новым игрокам, чем на ожидаемой доходности от владения активом. Несмотря на то что обладающие информацией и рационально оценивающие ситуацию на рынке игроки понимают рискованность операций на подобном рынке, они также продолжают принимать участие в торговле, при этом постоянно контролируя рискованность дальнейших вложений. В определенный момент, как правило, в связи с какими-то событиями, рациональные игроки перестают оптимистично смотреть на возможность дальнейшего существования «пузыря» на этом рынке и начинают постепенно выводить свои активы. Момент, когда рациональные участники рынка начинают выводить свои активы с рынка, является началом конца для сформировавшегося «пузыря», и следом за ним наступает взрыв «пузыря». В момент его взрыва на рынке начинается паника, следствием которой становится резкое падение цен

на активы. Анализируя этапы функционирования «пузыря», подчеркивается, что вначале формирующийся «пузырь» рационален и приток новых капиталов на рынок обосновывается растущими прибылями от инвестирования в появившуюся новую и имеющую все основания, чтоб быть прибыльной, идею [9]. Далее появление растущего рынка привлекает менее рациональных инвесторов, которые инвестируют, основываясь на полученных прибылях первыми инвесторами. Возникший «пузырь» перестает быть рациональным и становится спекулятивным именно с момента прихода на рынок нерациональных игроков, которые начинают инвестировать больше ожидаемой доходности актива и при доступном кредите таких нерациональных игроков становится все больше и больше. Таким образом, взрыв «пузыря» на рынке вызывается эндогенной причиной изначальной его конструкции, которая не может существовать без постоянного притока все большего числа новых нерациональных инвесторов, а происходящие события, с которыми связывают схлопывание «пузыря», являются всего лишь «спусковым механизмом» [9].

Как отмечено в работе, «пузыри» сдуваются до уровня долгосрочного тренда, характеризующего темпы роста данного рынка и объясняемого ожидаемыми денежными потоками. Причем тренд, до которого сдуваются «пузыри», продолжает собой тренд, начавшийся до прихода на рынок нерациональных инвесторов [10].

Какими же факторами вызвано существование «пузырей»? Многими исследователями выдвигались различные гипотезы их возникновения и существования на рынке, наиболее обоснованные и прижившиеся в научных источниках представлены в виде таблицы.

В следующем исследовании представлена более обобщенная классификация «пузырей» путем разделения их на рациональные и нерациональные. Основное отличие рациональных от нерациональных – в осведомленности участников рынка относительно формирующегося «пузыря», в частности рисков, связанных с осуществлением деятельности на рынке подобного рода [16]. Развернутая классификация известных «пузырей» в экономике представлена на рис. 1 [2].

Спекулятивные «пузыри» – наиболее традиционные, они основываются на приобретении инвесторами актива по цене, превышающей рационально обоснованную ожидаемую доходность от владения активом. Инвесторы приобретают активы либо исходя из уверенности в дальнейшей их перепродаже по более высокой цене (спекулятивная сделка), либо по причине ограниченности информации о реальной доходности от владения активом.

Возникновение теории рациональных «пузырей» (rational bubbles) исходит из «гипотезы о рациональных ожиданиях», сформулированной и предложенной в 1972 г. лауреатом Нобелев-

ской премии (1995 г.) Робертом Лукасом, которая основывается на осведомленности инвесторов о фундаментальной стоимости актива и приобретении ими активов для дальнейшей перепродажи по более высокой цене [17]. От спекулятивных «пузырей» рациональные отли-

чаются информированностью инвесторов об уровне риска от подобных вложений. Рациональные инвесторы продолжают создавать спрос на переоцененные активы до тех пор, пока риск схлопывания «пузыря» перекрывается высокими ожидаемыми доходностями. Как

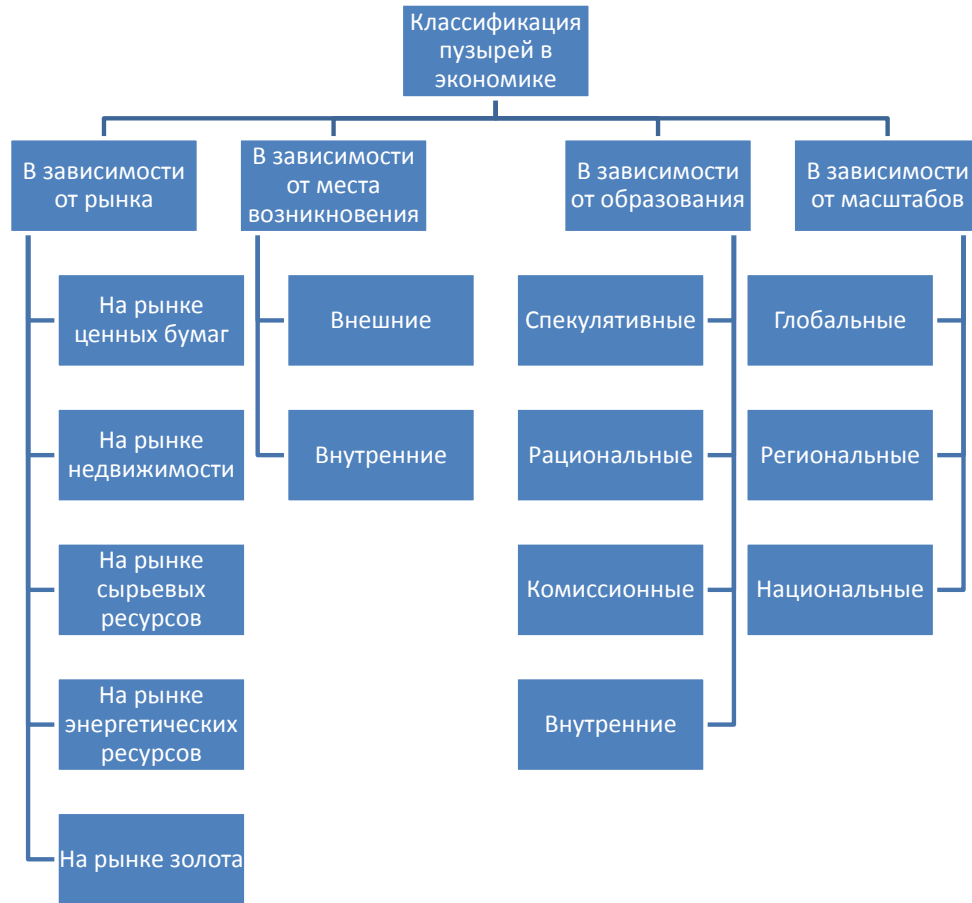


Рис. 1. Классификация «пузырей» в экономике

Таблица 1

Теории существования «пузырей» на рынке недвижимости

Авторы	Теория
1	2
Blanchard, Watson	Модель рационального «пузыря», когда инвесторы, обладая информацией о фундаментальной стоимости актива, приобретают недвижимость по более высокой цене для дальнейшей перепродажи, оценивания вероятность схлопывания «пузыря» в этот период как относительно низкую.
Harrison, Kreps	Формирование «пузыря» на рынке недвижимости образуется под воздействием инвесторов, которые оценивают актив выше остальных. На формирование «пузыря» очень сильно влияет наличие или отсутствие законодательных ограничений на короткие позиции [11].
DeLong	Модель «шумливых трейдеров». Рациональные инвесторы, осведомленные о фундаментальной стоимости актива, взаимодействуют с «шумливыми трейдерами» в процессе образования «пузыря». Когда «пузырь» уже сформирован, рациональные инвесторы уходят с рынка [12].
Avery, Zemsky, Shiller	Рациональные инвесторы пренебрегают фундаментальными значениями, полагаясь на рациональность действий других инвесторов, тем самым завышая спрос на актив. Также рациональные инвесторы склонны переоценивать значимость предыдущих повышений цены [13;14].
Allen, Gorton	«Пузыри» возникают под воздействием агентской проблемы, когда управляющие принимают неоправданно рискованные решения в связи с тем, что риски несут владельцы капитала, а не управляющие. Тем самым формируется отклонение цен от фундаментальных [15].
Minsky	Бизнес-циклы и нестабильность являются неотъемлемыми частями капиталистической экономики [7].

только риск схлопывания «пузыря» возрастает либо доходность от владения активом начинает снижаться, рациональные инвесторы уходят с рынка. Рациональные «пузыри» имеют модификации, в частности речь идет о комиссионных и внутренних «пузырях».

Комиссионные «пузыри» (churning bubble). Их образование обусловлено агентской проблемой, а именно проблемой делегирования полномочий управления капиталом от его владельца к менеджеру. У менеджера появляется стимул к проведению большего числа сделок и к отклонению к более рискованным сделкам в случае, если его доход зависит от количества произведенных сделок и/или полученной по ним доходности, так как в случае неудачной сделки максимум чем рискует менеджер – отстранением от должности [2].

Внутренние «пузыри» (intrinsic bubble) можно классифицировать как подгруппу рациональных «пузырей», с той особенностью, что их формирование зависит от получаемых дивидендных выплат при владении активом [18].

Выводы. В работе была определена важность рассмотрения причин возникновения финансовых «пузырей» как составной части кризисных явлений в экономике. Рассмотрены имеющиеся на данный момент отечественные и зарубежные источники по вопросу формирования «пузырей» в экономике и в отрасли недвижимости. Проанализированы причины возникновения «пузырей» и приведена их подробная классификация. Дальнейшая работа в указанном направлении связана с рассмотрением взаимосвязи факторов, определяющих поведение «пузырей» в экономике, с учетом состояния рынка недвижимости и влиянием мощного рынка добычи нефти и других энергоносителей.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Барановський О.І. Економіка «мільних бульбашок». Економіка і прогнозування. 2008. № 4. С. 45–68.
2. Проноза П.В. Теоретические аспекты возникновения «пузырей» в экономике. Проблемы економіки. 2014. № 1. С. 149–157. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Pekon_2014_1_22.
3. Киндлбергер Ч., Алибер Р. К41 Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. СПб.: Питер 2010. 544 с. (Серия «Трейдинг & инвестиции»).
4. Blanchard, O & Watson, M 1982, 'Bubbles, rational expectations and financial markets', National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers, №. 945.
5. Sheen S. Levine, Edward J. Zajac The Institutional Nature of Price Bubbles. URL: http://www.usc.edu/schools/business/FBE/seminars/papers/MOR_9-14-07_Levine.pdf.
6. Кондратьев Н.Д., Опарин Д.И. Большие циклы конъюнктуры: Доклады и их обсуждение в Институте экономики; 1-е изд. М., 1928. 287 с.
7. Financial Factors in the Economics of Capitalism by Hyman Minsky in Journal of Financial Services Research 9:197-208 (1995).
8. Чиркова Е.В. Предпосылки возникновения финансового пузыря. Вестник Финансового университета. 2012. № 1. С. 79–88.
9. Васильев К.Г. Моделирование финансовых пузырей на российском рынке акций. Вестник ИНЖЭКОНА. Серия «Экономика». 2006. № 4(13).
10. Шульгин А.Г. Пузыри на валютном рынке. URL: <http://www.ecsocman.edu.ru/db/msg/114166>.
11. J. Michael Harrison; David M. Kreps. The Quarterly Journal of Economics. 1978. Vol. 92. №. 2. P. 323–336.
12. J. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, Robert J. Waldmann Source. The Journal of Political Economy. 1990. Vol. 98. № 4. P. 703–738.
13. Avery C. and P. Zemsky. iMultidimensional Uncertainty and Herd Behaviour in Financial Markets. American Economic Review. 1998. № 88(4). P. 724–748.
14. Shiller R.J. Historic Turning Points in Real Estate. Eastern Economic Journal. 2008. Vol. 34. P. 1–13.
15. Franklin Allen, Gary Gorton. The Review of Economic Studies. 1993. Volume 60. Issue 4. P. 813–836.
16. Анализ возможности возникновения «пузыря» на российском рынке недвижимости / С.М. Дробышевский и др. М.: ИЭПП, 2009. 136 с.
17. Lucas R.E.Jr. Expectations and the neutrality of money. Journal of Economic Theory. 1972. № 4. P. 103–124.
18. Froot, Kenneth, and Maurice Obstfeld. Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices. American Economic Review. 1991. № 81(December). P. 1189–1214.