

Захарченко В.І.

д.е.н., професор кафедри МЗЕІД

Одеський національний політехнічний університет

ДО ПИТАНЬ ПРО ЦІНОВІ «ПУХИРИ» В ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ

Економічний пухир (також називається «спекуляційний», «ринковий», «ціновий», «фінансовий»; від англійського слова – bubble) – це торгівля великими об'ємами товару або частіше за похідні папери за цінами, що істотно відрізняються від істинних цін. Як правило, ситуація характеризується ажіотажним попитом на деякий товар, внаслідок чого ціна на нього значно зростає, що, у свою чергу, викликає подальше зростання попиту. Розгадка причин виникнення пухирів і етапів їх розвитку залишається міцним горішком для економічної теорії.

Існують гіпотези, що розглядають виникнення економічних пухирів як наслідок невизначеності істинної вартості, результат спекуляції або випадок обмеженої раціональності. Зовсім нещодавно була висловлена гіпотеза, що пухирі виникають в результаті цінової змови або інституціоналізації ринку капіталу (зростання частки корпоративних інвесторів). Для кожної із запропонованих гіпотез, проте, відомі випадки виникнення пухирів, що заперечують їх головні постулати. Оскільки на реальному ринку важко виявити істинну вартість товару, пухирі, як правило, виявляються тільки постфактум, після раптового падіння цін. Таке падіння відоме як «згортання» пухиря. Їх зростання, і згортання пухиря є прикладами регулювання з позитивним зворотним зв'язком, у відмінності від регулювання з негативним зворотним зв'язком, яке повинне визначати рівноважну ціну у разі нормальних ринкових умов. Ціни в економічному пухирі частенько хаотично флюктують і не можуть бути визначені виключно із співвідношення попиту і пропозиції.

Економічні пухирі в цілому вважаються шкідливими для економіки, оскільки призводять до неоптимального розподілу і витрати ресурсів. Крім того, обвал, що зазвичай йде за економічним пухирем, 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 роках і в 1990-х в Японії, під час буму нерухомості. Наслідки згортання пухиря можуть не лише спустошити національну економіку, але і відгукнутися за її межами.

Ще один важливий аспект економічних пухирів – їх взаємодія з традицією витрачання, що сформувалася. Учасники ринку з переоціненими активами схильні витратити більше, оскільки почувають себе багатими. Багато спостерігачів приводять в приклад ринки нерухомості у Великобританії, Австралії, Іспанії і частині США останнім часом як приклад такого ефекту. Коли пухир несподівано згортається, утримувачі переоцінених активів зазвичай переживають почуття об'єднання і схильні максимально урізувати свої витрати,

що приводять до уповільнення економічного зростання і, що ще гірше, – поглибленню кризи [2, с. 263].

Завданням центрального банку є стеження за адекватністю оцінки активів і вжиття заходів для згладжування спекулятивної активності. Зазвичай такою мірою є збільшення ставки рефінансування, тобто вартості позикових грошей. Коли пухир розвивається на ринку капіталу, він називається біржовим пухирем. Як правило, дуже важко заздалегідь відрізнити біржовий пухир, що розростається, від звичайного «бичачого» тренду.

Розглянемо причини виникнення пухиря. Нині не існує загальноприйнятої теорії, що пояснює це явище. Здається неймовірним, але пухирі виникають навіть на передбачуваних, ретельно прорахованих експериментальних ринках, де невизначеність зведена до мінімуму, а учасники ринку, в принципі, мають можливість розрахувати істинну вартість активів, просто оцінивши очікуваний потік дивідендів. Проте, на експериментальних ринках постійно спостерігається виникнення пухирів, навіть коли учасники досвідчені підприємці, менеджери, професійні тренди. Експериментальні пухирі показали стійкість до різноманітних умов, включаючи гру на пониження, маржинальну торгівлю і інсайдерські угоди. Існують підстави вважати, що пухирі виникають не внаслідок виборчої раціональності або пропозицій про ірраціональність поведінки інших учасників ринку, як покладається в теорії «великого дурня». Було також показано, що пухирі можуть виникати і в ситуаціях, коли учасники ринку цілком здатні вірно оцінити активи, і навіть в ситуаціях, коли неможлива спекуляція.

А. Теорія «великого дурня» – теорія, яка стверджує, що можна робити гроші, купуючи цінні папери, незалежно від їх якості, від того, переоцінені вони або ні, а пізніше продаючи їх з прибутком тому, що завжди знайдеться хтось безглуздіший, («великий дурень»), хто також розраховує швидко перепродати активи з прибутком. Так ростуть спекулятивні пухирі, які обов'язково лопаються, обрушуючи ціни акцій в масовому розпродажі. Популярна серед дилетантів, але нещодавно дискредитована емпіричними дослідженнями теорія «великого дурня» пояснює розвиток пухиря поведінкою незмінно оптимістичних учасників ринку (дурнів), які купують переоцінені активи, сподіваючись продати їх іншим пожадливим спекулянтам (великим дурнем) за більшою ціною. Відповідно до цього пояснення, пухирі ростуть, поки дурні можуть знаходити великих дурнів, щоб перепродати їм переоцінені активи і лопаються, коли великий дурень стає найбільшим дурнем, який заплатив найвищу ціну за активи, і вже не може знайти, кому б його продати.

Б. Обмежена раціональність. Деякі моделі людської поведінки в громадських науках припускають, що поведінка людей може бути адекватно описана в припущенні, що люди поводяться як «раціональні» істоти (див., наприклад, теорію раціонального вибору). У багатьох економічних моделях покладається, що люди гіперраціональні і ніколи не роблять того, що суперечить їх інтересам. Концепція обмеженої раціональності ставить під сумнів ці положення з метою врахувати, що насправді раціональні рішення

мало здійсненні на практиці через обмеженості обчислювальних ресурсів, необхідних для їх прийняття. Цей метод був запропонований Г. Саймоном. Він вказує, що більшість людей тільки частково, і емоційні або ірраціональні в інших випадках. У іншій роботі він стверджує, що «агенти обмеженої раціональності зазнають утруднення при формулюванні і рішенні складних проблем, і обробці (отриманні, зберіганні, використанні передачі) інформації». Саймон описує деяку кількість напрямів, в яких класична модель раціональності може бути доповнена і приведена у більшу відповідність з реальністю, залишаючись у межах строгого формалізму:

- обмеження по тому, якого роду можуть бути функції корисності;
- облік вартості збору і обробки інформації;
- можливість існування векторної функції корисності;

Саймон запропонував, що економічні агенти використовують швидше евристичний аналіз, ніж строге застосування правил оптимізації, через складність ситуації і неможливість прорахувати і врахувати корисність кожної можливої дії. Вартість оцінки ситуації може бути дуже висока, при тому, що інша економічна діяльність може також вимагати ухвалення подібних рішень. Д. Канеман позиціонує теорію обмеженої раціональності як модель, що дозволяє здолати обмеження поширеної моделі раціональних агентів.

Формальне визначення наступне: «пухирем» на фондовому ринку називають ситуацію, коли ринкова ціна активу перевищує оцінку вартості активу на підставі фундаментальних показників (очікуваного потоку платежів). Термін «фондовий пухир» можна інтерпретувати як істотне перевищення ринкової вартості активів (в даному випадку, цінних паперів) над їх фундаментальною, «справедливою» вартістю. В принципі, елементи «пухиря» завжди існують на фінансових ринках, оскільки і ринкові, і «справедливі» ціни активів формуються на основі очікувань майбутніх доходів і ризиків, а очікування неминуче містять спекулятивну складову (одне зі значень слова «speculation» – «пропозиція, теорія, здогадка»). Обидва визначення «пухиря» виходять з визначення «справедливої» ціни як оцінки вартості активу на підставі фундаментальних показників (очікуваного потоку платежу). Ці очікування не можуть бути визначені без «пропозицій» (а вони містять значний елемент невизначеності).

У світі скупчилася велика кількість надмірної ліквідності: вільних засобів багато, а гідних активів для вкладення мало. У ті або інші моменти усі дружно починають інвестувати в будь-який сегмент, що призводить до його зростання. І це, у свою чергу, викликає ще більший приплив засобів. Пухир розривається, але рано чи пізно він таким же темпами може «здутися». У цьому і полягає ризик того, що в тому або іншому секторі почнуться загострення фінансових проблем і нестабільності, які продовжаться два-три місяці, потім – передих, потім почне «здуватися» черговий пухир.

У своїх зусиллях із контролю інфляції споживчих цін (consumer price inflation) світові фінансові інститути абсолютно забули про інфляцію іншого типу – надмірне зростання вартості активів, asset price inflation. Суть в тому, що

надмірна ліквідність знаходить вихід у вигляді вкладень в ризикові активи, переоцінка яких може призвести до подальшої кризи. Проте надлишок гарячих дешевих грошей примушує інвесторів закрити очі на ризики. Так утворюються фінансові пухирі, подібні до тих, що лопнули на ринку високо ризикованих іпотечних кредитів в США. Проте, на жаль, це не єдиний пухир, який може розчинитися в осяжному майбутньому. Іншими такими зонами ризику є ринки, що розвиваються, а також ринки похідних інструментів – товарних деривативів [3, с.262 - 263].

Пухир складається в Україні на ринку нерухомості. Чи нормально, коли невелика квартира в панельному будинку на околиці Одеси коштує майже 100 тис. доларів? Безумовно, ні. Це означає, що цей актив серйозно переоцінений внаслідок надлишку грошей в країні.

Пухирі на ринку акцій і нерухомості в Україні нагадують те, що відбувалося в азіатських економіках – «тиграх» перед фінансовою кризою 1997-1998 рр..

Ще одна неприємність очікує України на світовому ринку енергетики. Альтернативні ринки – передусім товарні деривати – в період низьких процентних ставок в країнах Заходу стали не менш ефективними способом приміщення капіталу, ніж ринки, що розвиваються. Проте потрібно пам'ятати, що усе це спекулятивний капітал. Що б не розповідали інвестиційні компанії, на балансі яких багатомільярдне вкладення капіталу в товарні деривати, про «очікування зростання попиту в Китаї», а баланс і пропозиції нафти у світі у 2007-2009 рр. краще, ніж чотири роки назад. На ринку з'явилася вільна добувна потужність в країнах ОПЕК, непоганий рівень комерційних запасів нафти в країнах ОЕСР. Одним словом, надлишок. Пухир? Так. А в грудні 2016 року барель нафти коштував 33 долари! [1, с.133].

Література

1. Макконнелл К.Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика. В 2т : пер. с англ.; Т.2 /К.Р. Макконнелл, Р.С. Брю.– М.: Республика, 1992. – 400 с.
2. Самуэльсон П. Экономика. В 2т : Пер.с англ.; Т.1 / П. Самуэльсон. – М.: Алгон, 1992. – 333 с.
3. Хайман Д.Н. Современная микроэкономика: анализ и применение. В 2 т : пер. с англ.; Т.2 / Д.Н. Хайман. – М.: Финансы и статистика, 1992. – 384 с.