

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВОЗНИКНОВЕНИЯ «ПУЗЫРЕЙ» В ЭКОНОМИКЕ

© 2014 ПРОНОЗА П. В.

УДК 38.124.4

Проноза П. В. Теоретические аспекты возникновения «пузырей» в экономике

В статье рассмотрены теоретические аспекты возникновения «пузырей» в экономике. Проанализированы взгляды ученых на понимание сущности данного явления и с помощью метода контент-анализа уточнена трактовка понятия «пузырь» в экономике. Рассмотрены основные этапы зарождения таких «пузырей». Предложена классификация их видов. Проведен анализ предпосылок возникновения «пузырей» в экономике и их признаков. Рассмотрены основные существующие подходы к выявлению и моделированию возникновения «пузырей». Доказано, что «пузыри» негативно влияют на экономику стран мира, поэтому проблема их выявления и предупреждения является одной из центральных при разработке политики государственного регулирования экономики страны.

Ключевые слова: экономика, кризис, цикл, «пузырь», стоимость актива, факторы, признаки, классификация, предпосылки

Рис.: 1. **Табл.:** 1. **Библ.:** 49.

Проноза Павел Владимирович – кандидат экономических наук, доцент, кафедра финансов и кредита, Харьковский национальный экономический университет (пр. Ленина, 9а, Харьков, 61166, Украина)

УДК 38.124.4

Проноза П. В. Теоретичні аспекти виникнення «пузирів» в економіці

У статті розглянуто теоретичні аспекти виникнення «пузирів» в економіці. Проаналізовано погляди вчених на розуміння сутності даного явища і за допомогою методу контент-аналізу уточнено трактування поняття «пузир» в економіці. Розглянуто основні етапи зародження таких «пузирів». Запропоновано класифікацію їх видів. Проведено аналіз передумов виникнення «пузирів» в економіці та їхніх ознак. Розглянуто основні існуючі підходи до виявлення та моделювання виникнення «пузирів». Доведено, що «пузирі» негативно впливають на економіку країн світу, тому проблема їх виявлення та попередження є однією з центральних при розробці політики державного регулювання економіки країни.

Ключові слова: економіка, криза, цикл, «пузирі», вартість активу, фактори, ознаки, класифікація, передумови

Рис.: 1. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 49.

Проноза Павло Володимирович – кандидат економічних наук, доцент, кафедра фінансів і кредиту, Харківський національний економічний університет (пр. Леніна, 9а, Харків, 61166, Україна)

UDC 38.124.4

Pronoza P. V. Theoretical aspects of appearing of bubbles in economy

The article considers theoretical aspects of appearing of bubbles in economy. It analyses views of scientists regarding the essence of this phenomenon and, with the help of content analysis, specifies the essence of the bubble notion in economy. It considers main stages of appearance of such bubbles. It offers classification of their types. It analyses pre-requisites of appearance of bubbles in economy and their features. It considers main existing approaches to detection and modelling appearance of bubbles. It proves that bubbles negatively influence economy of the countries, that is why, the problem of their detection and prevention is one of the central problems in the process of development of policy of state regulation of economy.

Key words: economy, crisis, cycle, bubble, cost of assets, factors, features, classification, pre-requisites

Pic.: 1. **Tabl.:** 1. **Bibl.:** 49.

Pronoza Pavlo V. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Department of Finance and Credit, Kharkiv National University of Economics (pr. Lenina, 9a, Kharkiv, 61166, Ukraine)

Введение. Анализ экономического развития стран мира свидетельствует о том, что неотъемлемой его частью является проявление кризисных процессов. Однако, как отмечается в [1], несмотря на то, что наличие кризисов в экономике давно было отмечено в теориях, как явление самостоятельное они долгое время практически не рассматривались, а представлялись в качестве завершающей стадии экономического цикла, определяемого, в свою очередь, в виде волнообразного колебания экономической активности.

Генезис теории кризисных явлений в экономике характеризовался выявлением различных подходов к трактованию кризисов, выделением разных типов циклов и причин, вызывающих их возникновение, обоснованием связи экономических и финансовых кризисов с образованием так называемых «пузырей».

Необходимо отметить, что различные аспекты проблемы «пузырей» в экономике в последнее время затрагивают все большее количество экономических исследова-

ний по данной проблематике. Так, в научной литературе встречаются такие термины как: «пузырь», «финансовый пузырь», «мыльный пузырь», «спекулятивный пузырь», «ценовой пузырь», «ипотечный пузырь», «фондовый пузырь» и др. [2 – 14]. Более того, по мнению целого ряда ученых [8; 12 – 14], мировая экономика сама по себе носит «пузырчатый» характер, а эксперты Morgan Stanley утверждают, что глобальная экономика держится на плаву благодаря трем «мыльным пузырям»: росту государственной задолженности, которая достаточно давно поглотила сбережения; росту потребительских кредитов; инфляции курсов акций [14].

Данные словосочетания произошли от применяемого в англоязычной экономической лексике понятия «bubble economy» – экономика мыльного пузыря – и используются в переносном смысле, однако смысловая нагрузка «пузыря» как чего-то яркого и привлекательного, но дутого и непрочного достаточно достоверно характеризует данное экономическое явление.

В настоящее время исследованиям различных аспектов проблемы так называемых «пузырей» в экономике посвящено множество работ отечественных и зарубежных ученых: Р. Алибера, О. Бланшара (O. Blanchard), А. Барановского, М. Бучанана (M. Buchanan), К. Васильева, М. Ватсона (M. Watson), П. Гарбера (P. Garber), И. Голбрайта (J. Golbraith), Д. Гросса, В. Дементьева, Э. Заяц, (E. J. Zajac), Э. Йенсена, Ч. Киндлебергера (C. Kindleberger), Дж. Купера, Ш. Левина (S. S. Levine), С. Морриса (S. Morris), А. Постлвэйта (A. Postlewaite), Д. Сорнетте, П. Фарелли, Р. Флуда (R. Flood), А. Франклина (A. Franklin), А. Цыпина, Е. Чирковой, А. Шульгина, Р. Шиллера (R. Shiller) и др.

Современные исследования данной проблемы достаточно широки, однако дискуссионным и неразрешенным остается множество ее аспектов. По сей день не существует общепризнанной теории возникновения таких пузырей, единого понимания их сущности, классификации видов, признаков, механизмов предупреждения, что обуславливает чрезвычайную актуальность проблемы «пузырей» в экономике для науки и практики.

Последнее десятилетие в плане влияния подобных пузырей на экономику стало уроком и для Украины. Понимание сути данного экономического явления позволит не только предотвратить его негативные последствия, но и извлечь пользу из определенных ситуаций.

Учитывая актуальность данной проблематики, **целью данной статьи** является анализ теоретических аспектов возникновения пузырей в экономике.

Результаты. За всю историю существования данного явления генезис взглядов ученых на его природу прошел путь от рассмотрения пузырей как вероятностных событий в экономике, связанных, преимущественно, с различными поведенческими и психологическими факторами, до трактования их как инструментов влияния на экономику в результате целенаправленной финансовой и политической деятельности.

Как отмечается в [15], надувание пузырей стало ключевым фактором управления социально-экономической динамикой. А. Цыпин отмечает, что надувание пузырей – это специфический способ управления экономикой [16]. По мнению Э. Йенсена: «Появление новых пузырей неизбежно... На смену деловому циклу пришел цикл пузырей» [17].

Согласно одному из первых и наиболее популярных определений, данных Ч. Киндлебергером (C. Kindleberger), 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, следует пересмотр ожиданий и резкое падение цены, что часто является причиной возникновения финансового кризиса [18].

Схожее определение данной категории содержится в работе О. Бланшара и М. Ватсона (O. Blanchard, M. Watson) [19], где «пузырь» описывается как движение цены, очевидно, неоправданное с точки зрения информации, доступной для инвестора в текущий момент времени,

которое принимает форму резкого роста с последующим столь же резким снижением.

По мнению ученых [20], в каждый исторический период рост пузырей связан с «финансиализацией» – накоплением избыточного капитала и смещением направлений его вложения с производственной сферы в сторону финансовых рынков и спекуляций. Причем сама «финансиализация» присуща нисходящей фазе цикла Кондратьева, который открывается фазой инновационно-инвестиционного подъема производства. В этот период новые технологии и свободные рынки повышают привлекательность индустриального сектора для инвестирования. С ростом продуктивности рыночное пространство постепенно заполняется, растет конкуренция, вынуждая, в свою очередь, производителей сокращать инвестиции. Таким образом, данный цикл переходит в нисходящие фазы, для которых характерны общая нестабильность, избыточная ликвидность и перенаправление капиталов на краткосрочные спекулятивные операции [20]. Это приводит к тому, что инвесторы уходят из высококонкурентных секторов производства и торговли на финансовый рынок и увеличивают тем самым концентрацию капитала на нем, что приводит к надуванию «пузырей», запускающих кризисы, ведущие к «сгоранию» избыточного капитала.

Сущность пузырей в экономике проявляется в особенностях их возникновения. Еще в первой половине прошлого века известный экономист Х. Мински (Нуман Р. Minsky) выделил пять основных стадий развития пузыря [21; 22]: 1) изменение; 2) бум; 3) эйфория; 4) получение прибыли; 5) паника. Рассмотрим их.

1. *Изменение.* Каждый финансовый кризис начинается с определенного изменения на рынке (в технологиях, экономической политике или других сферах). Подобное изменение вызывает рост интереса к тому сектору, где оно возникло, и, тем самым, рост вложений в него и цен на соответствующие активы. Необходимо отметить, что рост цен не является достаточным условием для возникновения пузыря – дополнительным стимулом для него является доступный дешевый кредит.

2. *Бум.* При наличии доступного дешевого кредита рынок активизируется, поскольку торговля в долг стимулирует рост спроса и цен на активы. С ростом цен на активы возникает возможность быстрого получения доходов, что, в свою очередь, стимулирует рост объемов продаж. С подключением все большего количества игроков рынок и цены на нем становятся непрогнозируемыми.

3. *Эйфория.* Несмотря на доводы рациональных постоянных игроков рынка и аналитиков, утверждающих, что дальнейшие операции рискованны, на рынке продолжается эйфория, вызванная дальнейшим ростом цен на активы, в результате которой количество участников рынка и товарооборот на нем продолжают расти.

4. *Получение прибыли.* Рациональные постоянные игроки рынка, реально оценившие ситуацию, постепенно начинают выводить свои средства из оборота на рынке. Подобное изъятие денег является началом конца для остальных участников рынка.

5. *Паника.* Паника является причиной взрыва пузыря и может быть вызвана различными предпосылками: паникой, перебросившейся с постоянных игроков рынка на

привлеченных, изменением кредитной политики, какой-либо новой информацией и пр. В результате нарастания паники, цены на активы резко падают, а убытки участников рынка растут.

Васильев К. Г. [23], выделяя аналогичные этапы образования пузыря, подчеркивает преобразование его особенностей от рационального до спекулятивного.

Начало процесса: пузырь появляется постепенно, на фоне увеличения производства и продаж (или спроса на определенный товар) на относительно оптимистично настроенном в остальных отношениях рынке.

Появление рационального пузыря: привлекательность инвестиций с хорошей потенциальной прибылью приводит к увеличению объема инвестиций, возможно, с привлечением кредитования, и получению их из новых источников, зачастую от международных инвесторов, что ведет к росту цен.

Появление спекулятивного пузыря: предыдущий этап, в свою очередь, привлекает менее осведомленных инвесторов и, в дополнение, кредитование продолжает увеличиваться при небольших реальных взносах (небольшой марже), что приводит к тому, что спрос на актив растет быстрее, чем темпы, с которыми реальные деньги поступают на рынок.

Переход в критическую стадию: на данном этапе поведение участников рынка уже практически никак не связано с реальной доходностью производства (как промышленного, так и в секторе услуг).

Кризис: поскольку цены взлетают до небес, число новых инвесторов, входящих в спекулятивный рынок, сокращается, и рынок переходит в фазу повышенной обеспокоенности, которая длится до тех пор, пока нестабильность не становится очевидной и рынок обрушивается.

Таким образом, взрыв пузыря обусловлен эндогенными причинами и имеет внутреннее происхождение, а экзогенные или внешние потрясения служат своеобразным «спусковым механизмом» [23].

Согласно исследованиям ученых, проанализировавших динамику соответствующих биржевых индексов США, Канады и Франции [24], пузыри, как правило, сдуваются до уровня реальных долгосрочных трендов, представляющих собой среднегодовые темпы роста рынка, которые имели место до надувания пузыря.

Рассмотрим, каким образом трактуется понятие «пузырь» в работах отечественных и зарубежных авторов. В толковом словаре «пузырь» определяется как «дутая величина» [9]. В финансовом словаре термин «пузырь» трактуется как «существенное отклонение рыночной стоимости актива от его фундаментальной стоимости» [7]. Э. Кси придерживается точки зрения, что пузырь – «необоснованно высокая стоимость активов – недвижимости, акций и сырьевых ресурсов» [4]. Е. Чиркова считает, что «пузырь» образуется тогда, когда «цены не соответствуют справедливой стоимости» [8].

Анализ определений понятия «пузырь» в научной литературе [1 – 9; 14; 22; 21; 25 – 31] и их исследование с помощью метода контент-анализа позволили сформировать уточненное трактование понятия «пузырь» как существенного отклонения рыночной стоимости того или иного актива от его фундаментальной (справедливой) стоимости, что в конечном итоге приводит к краху.

Для понимания сущности феномена «пузырей» на рынке необходимым является анализ классификации его видов.

В работе [32] авторы отмечают, что на текущий момент можно условно выделить три вида пузырей, исходя из условий их образования и дальнейшей динамики. Первый вид – это спекулятивные или традиционные пузыри. В этом случае актив приобретается потому, что инвестор ожидает дальнейшего роста цен, но его ожидания не основаны на объективных изменениях в фундаментальных показателях. Иными словами, первоначальное повышение стоимости актива приводит к дальнейшему росту цен и так далее. Возможными объяснениями данной зависимости является гипотеза адаптивных ожиданий или зависимость между степенью уверенности инвесторов в продолжении роста и непосредственной динамикой цены.

Второй вид – рациональные пузыри. Гипотеза о рациональных ожиданиях впервые была предложена в работе Р. Лукаса (R. Lucas) [33] и легла в основу развития теории рациональных пузырей. В рамках этой гипотезы стало возможным определение пузыря как некоей измеримой величины. В большинстве исследований, которые основываются на рациональных ожиданиях, приводится довольно короткое определение: пузырь – это разница между рыночной ценой и ценой, которая основывается на фундаментальных составляющих. В одной из первых работ по данной тематике О. Бланшара и М. Ватсона (O. Blanchard, M. Watson) [19] было показано, что возможны рациональные отклонения наблюдаемой цены активов от фундаментально обоснованного уровня [32]. Современный вариант определения пузыря, основанного на гипотезе о рациональных ожиданиях, приводится в работе Р. Гуркайнака (R. Gurkaynak) [34]. Согласно ему, цена акции содержит рациональный пузырь, если инвесторы желают платить за нее больше, чем, как они знают, величина дисконтированного потока дивидендов. Они рассчитывают, что смогут продать ее по более высокой цене в будущем, делая текущую более высокую цену равновесной ценой [34].

Авторы [32] отмечают, что, несмотря на то, что рациональные пузыри в значительной степени схожи с пузырями спекулятивными, между ними существует небольшое отличие – как только цены актива превышают фундаментально обоснованный уровень, происходит повышение вероятности схлопывания пузыря. В свою очередь, риск финансовых потерь приводит к росту рисков владения активов с пузырем в цене, что оправдывает ускорение роста его цены. Рациональность в данном случае заключается в том, что инвесторы по предположению знают о наличии пузыря в цене актива, но, несмотря на это, рациональный инвестор может приобретать такой актив, поскольку он уверен в способности реализовать его незадолго до начала резкого падения котировок, а повышение стоимости актива является достаточной компенсацией за рост уровня неопределенности.

Третий вид – комиссионные пузыри (churning bubble) и внутренние пузыри (intrinsic bubble). Первые из них обусловлены наличием асимметрии информации между клиентами и портфельными менеджерами, вследствие чего у менеджера возникает стимул к проведению большого числа спекулятивных сделок для максимизации

комиссионного вознаграждения, зависящего от числа сделок. Поэтому цены могут не отражать фундаментальные показатели компании-эмитента [32; 35].

Внутренние пузыри формально являются подгруппой рациональных пузырей, особенность которых – зависимость пузыря от размера дивидендных выплат [32; 36]. Примечательность данной группы пузырей состоит в том, что если фундаментальные показатели компании стабильны и устойчивы во времени, то любая недо- или переоценен-

ность акций также будет стабильна и устойчива во времени. Более того, эта особенность приводит к излишней чувствительности цен к изменению фундаментальных показателей.

Другие авторы выделяют иные классификационные признаки при классификации пузырей на рынке.

Обобщение работ отечественных и зарубежных ученых по исследуемой проблематике [8; 12; 14; 19; 32; 33 – 36] позволило сформировать следующую классификацию пузырей в экономике (рис. 1).



Рис. 1. Классификация пузырей в экономике

Исследование явления пузырей в экономике невозможно без анализа предпосылок их возникновения. Как показал проведенный анализ публикаций авторов, выделяются различные подходы к формированию комплекса таких предпосылок. Причем, отметим, что общепризнанной теории, объясняющей их возникновение, сегодня не существует.

Экономисты МВФ и Банка Международных Расчетов обобщили имеющиеся данные о кризисах и постарались найти между ними что-нибудь общее. Несмотря на разнообразие форм, у всех финансовых кризисов они выделили три общих элемента, которые по-разному комбинируются и принимают различные формы, но всегда присутствуют сразу перед и во время экономического бедствия:

- значительные изменения в объемах кредитования и ценах на активы;
- нарушения в финансировании различных факторов экономики и нарушения в передаче финансовых средств;
- масштабная поддержка государством частного сектора, будь то с помощью предоставления ликвидности или с помощью рекапитализации [37].

В работах современных ученых подходы к формированию системы факторов формирования пузырей сильно

разнятся. Так, в работе Р. Шиллера (R. Shiller) [38] выделяется 12 таких факторов. В работе Баттчария рассматривается лишь финансовое направление и выделяются факторы, связанные с оценкой активов, корпоративными и поведенческими финансами, микроструктурой рынка, международными финансами, финансовым законодательством [39]. М. Тайби рассматривает методы искусственного создания пузырей инвестиционными компаниями при проведении сделок IPO [40]. Ш. Левин и Э. Заяц (S. Levin, E. Zajac) в качестве наиболее глубоких причин экономических пузырей выделяют институциональные обстоятельства [20], говоря об институтах, обеспечивающих координацию экономической деятельности и распределение ресурсов. Д. Липницкий считает пузыри следствием цикличности экономических процессов, характерным для нисходящей фазы экономического цикла с избыточным накоплением капитала, который направляется в финансовый сектор [15].

В. Дементьев [39] разделяет все теории возникновения пузырей в экономике на микро- и макроэкономические. К микроэкономическим он относит:

- Концепцию рациональных пузырей (для которых характерны сбывающиеся ожидания более высоких цен рациональных инвесторов). При

этом автор видит уязвимость данной концепции в предпосылке об исходном импульсе их возникновения.

- Концепцию, связывающую формирование пузырей с информационной асимметрией между экономическими агентами, с разной степенью информированности их относительно фундаментальной стоимости активов (F. Allen, S. Morris, A. Postlewaite [41]). В рамках данного подхода предполагается, что, когда банки не контролируют действия корпоративных заемщиков, ограниченная ответственность последних способствует инвестированию получаемых средств в высокорискованные активы и, как следствие, возникновению пузыря на рынке этих активов. Вместе с тем, В. Дементьев [39] отмечает дискуссионность данной концепции, которая заключается в том, что, если принять во внимание наличие агентов, осуществляющих арбитражные операции (операции, имеющие целью извлечение доходов путем перепродажи ценных бумаг по более выгодным ценам), формирование пузыря перестает быть обязательным следствием информационной асимметрии.
- Концепцию ограниченного арбитража или поведенческих финансов, которая выделяет обстоятельства, препятствующие полному исправлению цен рациональными инвесторами (A. Shleifer, R. W. Vishny [42]; B. De Long, A. Shleifer, L. H. Summers, R. J. Waldmann [43]; R. Shiller [38] и др.). Концепция поведенческих финансов связывает формирование пузырей со стадным поведением инвесторов, описывая их поведение как ограниченно рациональное и указывая на то, что именно ограниченная рациональность лежит в основании надувания пузыря (M. K. Brunnermeier [44]).

Как отмечает В. Дементьев [39], к концепции поведенческих финансов в объяснении финансовых пузырей предъявляются такие претензии: 1 – избытие психологических закономерностей затрудняет раскрытие общей картины поведения торговцев, понимание механизма изменения доминирующей тенденции в их поведении и смены роста пузыря его крахом; 2 – непонятно различное поведение шумовых торговцев, когда одни продают, а другие покупают активы. Таким образом, и эта концепция оставляет открытые вопросы в изучении финансовых пузырей.

К макроэкономическим подходам к объяснению природы возникновения финансовых пузырей в [39] отнесены те, которые фокусируют внимание на роли кредита и валютной политики в отрыве цен активов от их фундаментальной стоимости. Зависимость между процентными ставками и пузырями проявляется в том, что более низкие процентные ставки означают удешевление кредита для покупателей финансовых активов и активизируют спрос на них, а возрастающий спрос на кредиты в расчете заработать на повышении цен ведет к росту процентных ставок. Высокие же процентные ставки делают заимствование дорогим и снижают спрос на активы. Пузырь лопаётся, выявляя нерациональное распределение ресурсов в период его роста. В этой связи значительное внимание уделяется мерам, способным ограничить ажиотажный спрос на фи-

нансовые активы, например, путем увеличения налогов на доходы от роста курсовой стоимости акций (Stiglitz) [39]. В. Дементьев отмечает, что и эти подходы являются дискуссионными, поскольку дешевые кредиты не обязательно должны подпитывать вложения в финансовые активы и недвижимость, а при использовании кредитов для инвестиций в развитие производства цены могут не отклоняться от фундаментальной стоимости. Другое дело, что удешевление кредита способно поощрить шумовых торговцев к ставке на повышение цен, возможно из ошибочных представлений о росте фундаментальной стоимости в результате расширения вложений в реальные активы [39].

А. Вебер [46] выделяет следующие причины возникновения пузырей:

1. Чрезмерная денежная ликвидность в финансовой системе (легкий доступ к кредитам, большие доходы), вызывающая ненадлежащие стандарты банковского кредитования банков, рынки активов которых затем становятся уязвимыми для волатильной гиперинфляции, которая вызывается краткосрочными спекулятивными финансовыми рычагами. Иначе говоря, экономические пузыри возникают, когда слишком много денег преследует слишком мало активов.
2. Излишний оптимизм участников рынка (так называемая «теория дурака»). Возникновение пузырей обусловлено поведением излишне оптимистичных участников рынка, которые скупают активы по завышенным ценам, предполагая, что другие спекулянты купят эти активы по ещё более высоким ценам.
3. Экстраполяция исторических данных на будущее, при том предположении, что цены будут продолжать расти и в будущем. Инвесторы, как правило, экстраполируют в будущее прошлую доходность от инвестиций в определённые активы, заставляя поднимать цену и риск этих активов, чтобы попытаться продолжить получать те же нормы прибыли. Повышение цены на определённые активы в какой-то момент приводит к нерентабельным нормам прибыли для инвесторов, в этом случае начинается спад цен.
4. Стадное поведение инвесторов: инвесторы, как правило, покупают или продают в направлении рыночного тренда.
5. Изоляция от рисков. При частичной изоляции от рисков инвестор ведёт себя иначе, чем если он в полной мере ему подвержен. Такая изоляция может происходить при определенной государственной политике. Одним из последних примеров является Troubled Asset Relief Program (TARP), которая обеспечивала государственную поддержку для многих финансовых и нефинансовых учреждений, проводящих спекуляции на высокорискованных финансовых инструментах во время жилищного бума и понесли потери в связи с соответствующим падением цен на жильё.
6. Другие причины: инфляция, нерациональная оценка активов и пр.

В современных работах зарубежных авторов распространена идея, что ключевым фактором в возникновении

финансовых пузырей является использование чрезмерных финансовых рычагов [45].

В табл. 1 приведены обобщенные данные о взглядах ученых на природу возникновения пузырей в экономике.

Как показал анализ взглядов ученых на причины возникновения пузырей в экономике, наиболее часто упоминаемые из них сводятся к следующим: 1 – перепроизводство денег, доступность и дешевизна кредитования; 2 – диспропорции в финансировании и государственной поддержке различных секторов экономики; 3 – поведенческие факторы и ожидания инвесторов; 4 – нерациональная оценка активов и асимметрия информации относительно их реальной стоимости.

Разнятся и подходы ученых к выделению признаков пузырей в экономике.

Анализ подходов ученых [4; 8; 31; 47; 49 и др.] к рассмотрению данной проблемы показал, что они отличаются в основном шириной рассмотрения комплекса признаков.

Среди наиболее значимых из них выделяются: 1 – резкий рост цен на активы; 2 – вовлечение в процесс «инвестирования» помимо рациональных инвесторов, инвесторов-непрофессионалов в массовом порядке; 3 – резкий рост покупок инвестиционных активов и рост их доходности; 4 – наступление фазы нестабильности и обвала рынка.

Особой проблемой феномена пузырей в экономике является их выявление и моделирование возникновения. Несмотря на значительную историю существования кризисных явлений и серьезных наработок ученых в вопросах их анализа, до сих пор не существует общепризнанных методик прогнозирования вероятности их возникновения и моделирования развития.

Как показал проведенный анализ, сегодня можно выделить два основных подхода к разрешению данной проблемы:

1. Фундаментальный анализ – предполагает определение справедливой стоимости актива, исследование

Таблица 1

Взгляды ученых на причины возникновения пузырей в экономике

Причины возникновения пузырей	Авторы										Всего
	[8]	[20]	[31]	[37]	[39]	[40]	[41]	[46]	[47]	[48]	
Циклическое развитие экономики			+								1
Миграция капитала вследствие взаимодействия национальной и мировой финансовых систем			+								1
Увеличение объемов кредитования (его доступность и дешевизна) и изменение цен на активы	+	+		+	+			+	+		6
Благоприятная экономическая ситуация, быстрые темпы экономического роста	+								+		2
Нарушения в финансировании различных секторов экономики и нарушения в передаче финансовых средств	+	+		+	+					+	5
Масштабная поддержка государством частного сектора (или какого-либо другого, тем самым обеспечивая его защиту от рыночных рисков)	+	+		+				+		+	5
Радикальные экономические изменения в обществе, массовый выход на финансовые рынки новых игроков без опыта	+										1
Ожидания роста цен на активы	+		+		+				+		4
Информационная асимметрия между экономическими агентами относительно фундаментальной стоимости активов					+		+	+			3
Возникновение новых средств коммуникации, упрощающих и/или удешевляющих торговлю акциями, либо возникновение новых инструментов	+										1
Поведенческие факторы			+		+			+		+	4
Инфляция					+				+		2
Нерациональная оценка активов	+				+		+	+			4
Длинный срок жизни активов и возможность их перепродажи в будущем	+										1
Стимулирующая монетарная политика			+						+		2
Чрезмерное использование финансовых инструментов для спекуляций			+								1
Искусственные методы создания ажиотажного спроса на акции			+			+					2

факторов, влияющих на его цену в краткосрочном и долгосрочном периодах, и на базе этого прогнозирование уровня и динамики цен. В случае выявления значительных отклонений между текущей рыночной ценой и ее фундаментальным значением делается вывод о появления пузыря.

2. Технический анализ – базируется на предположении, что вся информация, в том числе и фундаментальная, отражена в цене. В этом случае для прогнозирования цен применяются методы статистического, эконометрического и математического анализа [29; 31].

Также в современной научной литературе предлагаются отдельные авторские подходы к выявлению пузырей на тех или иных рынках. Так, в работе [31] предлагается подход к выявлению пузыря и оценке вероятности ее возникновения на определенном рынке активов, который базируется на проверке соответствия подозрительного актива (рынка актива) определенному набору критериев, который формируется на основании метода экспертных оценок.

Выводы. «Пузырь» в экономике проявляется в существенном отклонении рыночной стоимости того или иного актива от его фундаментальной (справедливой) стоимости, что в конечном итоге приводит к краху.

Рассматривая проблему пузырей в экономике, необходимо отметить, что они могут нести как пользу (в отдельных аспектах), так и причинять значительный вред. Большинство ученых и практиков считает, что «пузыри» являются вредными для экономики, поскольку приводят к нерациональному распределению и расходованию ресурсов, тем самым провоцируя экономические спады.

Следует отметить, что последствия от возникновения и схлопывания пузырей в экономике разрушительны и крайне негативно влияют на экономику стран мира и их граждан, поэтому проблема выявления и предупреждения пузырей является одной из центральных при разработке политики государственного регулирования экономики страны.

В любом случае, теории возникновения пузырей в экономике постоянно развиваются, оставляя открытыми вопросы в изучении их природы и закономерностей развития.

ЛИТЕРАТУРА

1. Иванов В. В. Анализ природы экономических кризисов / В. В. Иванов, А. В. Иванова // Проблемы и перспективы экономики и управления: материалы II международной научной конференции (г. Санкт-Петербург, июнь 2013 г.). – СПб.: Реноме, 2013. – С. 1–3.
2. Википедия [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org/wiki>
3. Экономический словарь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.dictionary-economies.ru/word
4. Пузыри мировой экономики грозят лопнуть [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.contrtv.ru/common/1304
5. Спекулятивные пузыри – что это? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://fortrader.ru/articles_forex/spekulyativnye-puzyri-cto-eto.html
6. Словарь-гlossарий [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.mrcmarkets.ru/beginners/glossary/ee/ekonomicheskij_puzyr.php
7. Словари на Академике [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://dic.academic.ru>
8. Е. Чиркова. Анатомия финансового пузыря: Монография – М.: ООО «Кейс», 2010 – 416 с.
9. Ожегов С. И., Шведова Н. Ю. Толковый словарь русского языка. – М. Азбуковник, 1998 – 944 с.
10. Кохен Д. Страх, алчность и паника на фондовых рынках: Пер. с англ. – М.: Смарт Бук: И-трейд, 2009 – 364 с.
11. Garber P. Famous First Bubbles The Fundamentals of Early Manias. Cambridge, MA, L: MIT Press, 2001, С. 9.
12. Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. Пер. с англ. – СПб.: Best Business Books, 2010. – 544 с.
13. Купер Дж. Природа финансовых кризисов. Центральные банки, кредитные пузыри и заблуждения эффективного рынка. Пер. с англ. – СПб.: Best Business Books, 2010. – 210 с.
14. Барановский О. I. Экономика «мильных бульбашок» // Экономика прогнозування – 2009 – №1 – С. 45 – 68.
15. Липницкий Д. Финансовые пузыри: от стихийных катаклизмов к оружию геополитических игроков [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.banki.ua/news/bankpress/?id=3464>
16. Цыпин А. Мировая экономика как мыльный пузырь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.polit.ru/article/2005/06/ecomap
17. Деловые циклы, циклы «пузырей», кондратьевские циклы и первая Великая депрессия [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.polit.nnov.ru/2008/04/07/bubblecycles/>
18. Kindleberger, Charles. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, John Wiley & Sons, New York (1978).
19. Blanchard, Olivier and Mark Watson. Bubbles, rational expectations and financial markets, National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers 945 (1983)
20. Sheen S. Levine, Edward J. Zajac The Institutional Nature of Price Bubbles [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.usc.edu/schools/business/FBE/seminars/papers/MOR_9-14-07_Levine.pdf
21. Иванюк В. А, Богданов Д. Д. Общемировые тенденции финансовых рынков и их подверженность кризисным явлениям // Фундаментальные исследования. – 2013. – № 6 (часть 4). – С. 949 – 952.
22. Черкашина Н. Как лопаются рыночные пузыри [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://news.finance.ua/ru/~2/0/all/2010/12/18/220717>
23. Васильев К. Г. Моделирование финансовых пузырей на российском рынке акций // Вестник ИНЖЭКОНА. Серия: Экономика, выпуск 4 (13), – СПб.: СПбГИЭУ, 2006 г.
24. Шульгин А. Г. Пузыри на валютном рынке [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ecsocman.edu.ru/db/msg/114166>
25. Полуин Ю., Гурова Т. Сердце замирающего рынка [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://expert.ru/expert/2006/26/rossiyskiy_rynok_zhdet_padeniya_indexa_rts/
26. Flood, Robert P & Garber, Peter M, 1980. "Market Fundamentals versus Price-Level Bubbles: The First Tests," Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 88(4), pages 745-70, August.
27. Анализ перегрева рынка недвижимости Украины [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://bgs.kh.ua/esk/peregreva.pdf>

28. Сорнетте Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков: Критические события в сложных финансовых системах: пер. с фр. – М.: Smart Book: Изд-во «И-трейд», 2008. – 400 с.
29. Васильев К. Г. Экономико-математическое моделирование финансовых пузырей на фондовом рынке : дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.13 / Васильев К. Г. – Санкт-Петербург. – 2006. – 117 с.
30. Тхор С. О. Спекулятивні бульбашки та їх вплив на розвиток кризових явищ / С. О. Тхор // Економічний вісник Донбасу. – № 3(25). – 2011. – С. 123–126
31. Пластун О. Л. Біржові бульбашки: сутність, ключові характеристики, особливості виявлення [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2012_35/35_01_23.pdf
32. Анализ возможности возникновения «пузыря» на российском рынке недвижимости / Дробышевский С. М. [и др.]. – М.: ИЭПП, 2009. – 136 с.
33. R. E. Lucas, Jr., "Expectations and the Neutrality of Money," *J. Econ. Theor.*, Apr. 1972, 4, 103 – 24
34. Refet S. Gurkaynak Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock/2005-04 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2005/200504/200504pap.pdf>
35. F.Allen, G.Gorton Churning Bubbles // *Review of Economic Studies*. October 1993. Vol. 60. No. 4. P. 813 – 836.
36. Froot, Kenneth A & Obstfeld, Maurice, 1991. "Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 81(5), pages 1189-214, December.
37. МВФ разработал систему раннего оповещения о финансовых кризисах [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.finmarket.ru/z/nws/hotnews.asp?id=3212803>
38. Shiller R. Irrational Exuberance: – 1st ed.: Princeton University Press, 2000. – 312 p.
39. Дементьев В. Е. Экономические пузыри в длинноволновой динамике: избегать или дозировать. Часть 1 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cemi.rssi.ru/publication/e-publishing/dementiev/ESR2-2009.pdf>
40. Тайби М. Goldman Sachs: Великая американская машина пузырей [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://stockinfocus.ru/2009/10/02/goldmansachs-velikaya-amerikanskaya-mashina-puzyrej/>
41. Allen, Franklin, Morris, Stephen and Postlewaite, Andrew, 1993, "Finite Bubbles with Short Sales Constraints and Asymmetric Information," *Journal of Economic Theory* 61, P. 206 – 229.
42. Andrei Shleifer; Robert W. Vishny The Limits of Arbitrage // *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1. (Mar., 1997), P. 35 – 55.
43. J. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, Robert J. Waldmann Noise Trader Risk in Financial Markets // *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4 (Aug., 1990), P. 703 – 738.
44. Markus K. Brunnermeier Bubbles // *New Palgrave Dictionary of Economics*, Second Edition, 2008 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://scholar.princeton.edu/markus/files/bubbles_survey.pdf
45. Buchanan, Mark. "Why economic theory is out of whack", *New Scientist*, 2008-07-19
46. Вебер А. Возможные причины возникновения спекулятивных пузырей [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://mit.su/research/psychology/3-psychology-research/10-bubbles.html>
47. Финансовый пузырь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://smart-lab.ru/finansoviy-slovar/%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D1%8B%D0%B9%20%D0%BF%D1%83%D0%B7%D1%8B%D1%80%D1%8C>
48. Дротенко М. Финансовые пузыри: обзор научных течений [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://Smart-lab.ru/print/47975.php>
49. Golbraith J. K. *The Great Crash*. – Houghton Mifflin, Boston. – 1997.

REFERENCES

"Analiz peregreva rynku nedvizhimosti Ukrainy" [Analysis of the Ukrainian real estate market overheating]. <http://bgs.kh.ua/esk/peredrev.pdf>

Allen, F., and Gorton, G. "Churning Bubbles" *Review of Economic Studies* vol. 60, no. 4 (1993): 813-836.

Baranovskyi, O. I. "Ekonomika «mylnykh bulbashok»" [Economy "bubbles"]. *Ekonomika prohozuvannia*, no. 1 (2009): 45-68.

Buchanan, M. "Why economic theory is out of whack" *New Scientist*, 2008.

Chirkova, E. *Anatomiia finansovogo puzyria* [Anatomy of a financial bubble]. Moscow: Keys, 2010.

Cherkashina, N. "Kak lopaiutsia rynochnye puzyri" [As market bubbles burst]. <http://news.finance.ua/ru/~2/0/all/2010/12/18/220717>

"Delovye tsikly, tsikly «puzyrey», kondratievskie tsikly i pervaya Velikaia depressiia" [Business cycles, cycles of "bubbles" Kondratieff cycles and the first Great Depression]. <http://www.polit.nnov.ru/2008/04/07/bubblecycles/>

Drobyshevskiy, S. M. *Analiz vozmozhnosti vozniknoveniia «puzyria» na rossiyskom rynke nedvizhimosti* [Analysis of the possibility of a "bubble" in the Russian real estate market]. Moscow: IEPP, 2009.

Dementev, V. E. "Ekonomichekieskie puzyri v dlinnovolnovoy dinamike: izbegat ili dozirovat" [Economic Bubbles in the long dynamics : avoid or dosing]. <http://www.cemi.rssi.ru/publication/e-publishing/dementiev/ESR2-2009.pdf>

De, Long J. B., Shleifer, A., and Summers, L. H. "Risk in Financial Markets" *The Journal of Political Economy* vol. 98, no. 4 (1990): 703-738.

Drotenko, M. "Finansovye puzyri: obzor nauchnykh techeniy" [Financial bubbles : a review of scientific trends]. <http://Smart-lab.ru/print/47975.php>

"Ekonomichekieskiy slovar" [Dictionary of Economics]. <http://www.dictionary-economics.ru/word>

Flood, R. P., and Garber, P. M. "Market Fundamentals versus Price-Level Bubbles: The First Tests" *Journal of Political Economy* vol. 88 (4) (1980): 745-770.

Froot, K. A., and Obstfeld, M. "Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices" *American Economic Review* vol. 81 (5) (1991): 1189-1214.

Franklin, A., Stephen, M., and Postlewaite, A. "Finite Bubbles with Short Sales Constraints and Asymmetric Information" *Journal of Economic Theory* vol. 61 (1993): 206-229.

"Finansovyy puzyr" [Financial bubble]. <http://smart-lab.ru/finansoviy-slovar/%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D1%8B%D0%B9%20%D0%BF%D1%83%D0%B7%D1%8B%D1%80%D1%8C>

Garber, P. *Famous First Bubbles The Fundamentals of Early Manias* Cambridge; MA; L.: MIT Press, 2001.

Golbraith, J. K. *The Great Crash* Boston: Houghton Mifflin, 1997.

- Ivaniuk, V. A., and Bogdanov, D. D. "Obshchemirovye tendentsii finansovykh rynkov i ikh podverzhennost krizisnym iavleniiam" [Global trends in financial markets and their vulnerability to shocks]. *Fundamentalnye issledovaniia* vol. 4, no. 6 (2013): 949-952.
- Ivanov, V. V., and Ivanova, A. V. "Analiz prirody ekonomicheskikh krizisov" [Analysis of the nature of economic crises]. *Problemy i perspektivy ekonomiki i upravleniia*. St. Petersburg: Renome, 2013.1-3.
- Kuper, Dzh. *Priroda finansovykh krizisov. Tsentralnye banki, kreditnye puzyri i zabluzhdeniia effektivnogo rynka* [Nature of financial crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market misconceptions]. St. Petersburg: Best Business Books, 2010.
- Kindlberger, Ch., and Aliber, R. *Mirovye finansovyie krizisy. Manii, paniki i krakhi* [Global financial crises. Manias, panics and crashes]. St. Petersburg: Best Business Books, 2010.
- Kokhen, D. *Strakh, alchnost i panika na fondovykh ryinkakh* [Fear, greed and panic on the stock markets]. Moscow: Smart Buk; I-treyd, 2009.
- Kindleberger, Ch. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* New York: John Wiley & Sons, 1978.
- Levine, S. S., and Zajac, E. J. "The Institutional Nature of Price Bubbles". http://www.usc.edu/schools/business/FBE/seminars/papers/MOR_9-14-07_Levine.pdf
- Lucas, R. E. "Expectations and the Neutrality of Money" *J. Econ. Theor.*, no. 4 (1972): 103-124.
- Lipnitskiy, D. "Finansovye puzyri: ot stikhiynykh kataklizmov k oruzhiu geopoliticheskikh igrokov" [Financial bubbles from natural disasters to arms geopolitical players]. <https://www.banki.ua/news/bankpress/?id=3464>
- "IMF razrabotal sistemu rannego opoveshcheniia o finansovykh krizisakh" [The IMF has developed an early warning system for financial crises]. <http://www.finmarket.ru/z/nws/hotnews.asp?id=3212803>
- Markus, K. "Brunnermeier Bubbles". http://scholar.princeton.edu/markus/files/bubbles_survey.pdf
- Olivier, B., and Watson, M. "Bubbles, rational expectations and financial markets" *NBER Working Papers*, no. 945 (1983).
- Ozhegov, S. I., and Shvedova, N. Yu. *Tolkovyy slovar russkogo iazyka* [Dictionary of Russian language]. Moscow: Azbukovnik, 1998.
- Plastun, O. L. "Birzhovi bulbashky: sutnist, kluchovi kharakterystyky, osoblyvosti vyavlennia" [Stock bubbles: the nature, key characteristics, features detection]. http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2012_35/35_01_23.pdf
- Polunin, Yu., and Gurova, T. "Serdtshe zamiraiushchego rynka" [Heart skips a beat the market]. http://expert.ru/expert/2006/26/rossiyskiy_rynok_zhdet_padeniya_indexa_rts/
- "Puzyri mirovoy ekonomiki groziat lopnut" [Bubbles burst threaten the global economy]. www.contrtv.ru/common/1304
- Refet, S. "Gurkaynak Econometric Tests of Asset Price Bubbles". <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2005/200504/200504pap.pdf>
- "Slovar-glossariy" [Dictionary glossary]. http://www.mrcmarkets.ru/beginners/glossary/ee/ekonomicheskii_puzyr.php
- Sornette, D. *Kak predskazyvat krakhi finansovykh rynkov: Kriticheskie sobytiia v slozhnykh finansovykh sistemakh* [How to predict the collapse of financial markets: Critical events in complex financial systems]. Moscow: Smart Book; I-treyd, 2008.
- Shiller, R. *Irrational Exuberance*: Princeton University Press, 2000.
- "Spekuliativnye puzyri – chto eto?" [Speculative bubbles - what is it?]. http://fortrader.ru/articles_forex/spekulyativnye-puzyri-chto-eto.html
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. "The Limits of Arbitrage" *The Journal of Finance* vol. 52, no. 1 (1997): 35-55.
- "Slovari na Akademike" [Dictionaries on academics]. <http://dic.academic.ru>
- Shulgin, A. G. "Puzyri na valiutnom rynke" [Bubbles in the foreign exchange market]. <http://www.ecsocman.edu.ru/db/msg/114166>
- Tsypin, A. "Mirovaia ekonomika kak mylnyy puzyr" [The world economy as a soap bubble]. www.polit.ru/article/2005/06/ecom
- Tkhor, S. O. "Spekuliativni bulbashky ta ikh vplyv na rozvytok kryzovykh iavysch" [Speculative bubbles and their impact on the crisis]. *Ekonomichnyi visnyk Donbasu*, no. 3 (25) (2011): 123-126.
- Taybi, M. "Goldman Sachs: Velikaia amerikanskaia mashina puzyrey" [Goldman Sachs: The Great American Bubble Machine]. <http://stockinfocus.ru/2009/10/02/goldmansachs-velikaya-amerikanskaya-mashina-puzyrej/>
- Veber, A. "Vozmozhnye prichiny vozniknoveniia spekuliativnykh puzyrey" [Possible causes of speculative bubbles]. <http://mit.su/research/psychology/3-psychology-research/10-bubbles.html>
- Vasilev, K. G. "Modelirovanie finansovykh puzyrey na rossiyskom rynke aktsiy" [Modeling of financial bubbles in the Russian stock market]. *Vestnik INZHEKONA. Seriya: Ekonomika*, no. 4 (13) (2006).
- Vasilev, K. G. "Ekonomiko-matematicheskoe modelirovanie finansovykh puzyrey na fondovom rynke" [Economic-mathematical modeling of financial bubbles in the stock market]. *diss. ... kand. ekon. nauk: 08.00.13*, 2006.
- "Vikipediia" [Wikipedia]. <http://ru.wikipedia.org/wiki>