

УДК 336.01

ЧИРКОВА Е. В.
CHIRKOVA E. V.

ПРЕДПОСЫЛКИ ВОЗНИКНОВЕНИЯ ФИНАНСОВОГО ПУЗЫРЯ

PRECONDITIONS OF THE FINANCIAL BUBBLE INFLATION

Аннотация: в данной статье автор анализирует характеристики экономических активов, которые являются наиболее подходящими для возникновения финансовых пузырей, и предпосылки их возникновения. Лучшими объектами для надувания пузыря являются инвестиционные активы с длинным сроком жизни, редкие и труднооцениваемые объекты. Возникновению пузырей способствуют благоприятная экономическая ситуация, появление новых средств коммуникации, социальные перемены, ведущие к массовому выходу на рынок новых инвесторов, мягкая денежная политика и слабое бюджетное ограничение у инвестора, государственная политика поддержки инвесторов, институциональное устройство финансовых рынков, способствующее стадному поведению.

Ключевые слова: финансовый пузырь; моментум-инвестирование; стадное поведение; информационный каскад; финансовая инновация.

Abstract: in this article the author analyses the characteristics of the economic assets the most suitable for financial bubbles appearance and the preconditions thereof. The best objects for bubble inflation are the investment assets with long life, rare and hard-to-value objects. The development of the bubbles is frequently based on the «new world» paradigm in its different varieties: the technological breakthrough, the development of geographical markets, the financial innovation, etc. The bubbles are promoted by favorable economic environment, new means of communication, social changes leading to the mass entry of new players in the financial markets, soft monetary policy, weak investor's budget constraint, and institutional architecture of financial markets favoring herd behavior.

Keywords: financial bubble; momentum strategies; herd behavior; informational cascade; financial innovation.

— Только сумасшедшие могут покупать акции по такой цене!

— Ну и не берите.

— Так сумасшедшие же все разберут!

(Актуальный анекдот)

Этот анекдот как нельзя лучше раскрывает механизм формирования финансовых пузырей. Пузырь — а это такое явление, когда рыночные цены активов зашкаливают по сравнению со справедливыми, — обычно возникает там и тогда, когда в спекуляцию вовлекаются иррациональные, непрофессиональные игроки. Они надеются не на то, что фундаментальная стоимость актива со временем вырастет в цене, а желают срубить прибыль на перепродаже своих вложений «следующему дураку».

Рациональные инвесторы при этом чувствуют себя как собаки — все понимают, а сказать не могут: у них нет денежных средств или финансовых инструментов, чтобы поставить на место иррациональных, и приходится играть в их игру¹. Игра на повышение будет еще какое-то время продолжаться, и есть шанс на этом заработать (они же умные, успеют вскочить в последний поезд со станции «Паника»). К тому же быть вне игры нельзя: если ты управляющий фондом и три года — а такое время пузырь мо-

¹ См.: DeLong B. Noise Trader Risk in Financial Markets / B. DeLong, A. Shleifer, L. Summers, R. Waldmann // Journal of Political Economy 98. 1990.; Shleifer A. The Noise Trader Approach to Finance / A. Shleifer, L. Summers // Journal of Economic Perspectives. 1990. V. 2. No. 2.

жет надуваться запросто — ничего не делаешь, то тебя уволят. Если ты пошел против толпы и не угадал, то тебя тоже выставят вон. Если же ты действуешь как все и проигрываешь со всеми, то ничего страшного не произойдет. На Уолл-стрит даже бытует выражение: «Лучше со всеми потерять, чем одному найти».

Поскольку для возникновения среднего по размерам финансового пузыря не нужно никаких экстраординарных условий, они случаются весьма часто, но большинство из них — мини-мании, явления безобидные с точки зрения общества в целом и грозящие убытками только вовлеченным в конкретную спекуляцию. Мини-пузыри бывают самые неожиданные: это, например, бум создания пивных компаний в Британии в 1880 г., когда на рынок вышли 86 новых игроков, вызванный известием о том, что виноградники Франции поражены виноградной тлей и производство вина падает; бум на акции компаний-операторов кегельбанов и производителей оборудования для них в 1950-е годы в США, связанный с изобретением автоматического укладчика кеглей; пузырь на международном рынке молодых рысаков в середине 1980-х, обусловленный выходом на рынок покупателей из арабских стран, заработавших на нефтяном шоке; пузырь на рынке разведения страусов на мясо в Северной Америке в 1980–1990-е. Большинство — банальнее. В США, например, модными становились акции урановых рудников, технологических и биотехнологических компаний (неоднократно), «энергетических любимцев», производителей изделий из резины, магазинов-дискаунтеров, фирм, ведущих торговлю по каталогу, аэрокосмических компаний, производителей сборных домов, компаний, предоставляющих игровые услуги (gaming), фармацевтических фирм, ссудно-сберегательных учреждений...

Макро-маний, характеризующихся масштабными экономическими последствиями, известно не так много, и их можно, пожалуй, перечислить поименно. В XX веке — всего три: пузырь 1929 г. в США (Великая экономическая депрессия отчасти была вызвана его схлопы-

ванием); пузырь в Японии в конце 1980-х, охвативший рынки акций и недвижимости, пик так называемого «японского экономического чуда»; бум доткомов в США в конце 1990-х. (Возможно, к макропузырям можно отнести и ситуацию на фондовом рынке Кувейта начала 1980-х, но насколько масштабными были экономические последствия его схлопывания в 1983 г., еще предстоит оценить.) Из более ранних пузырей можно выделить спекуляции акциями железных дорог в середине XIX в. в Великобритании, бум на рынке акций «Компании Южных морей» в 1720-м в Англии², и «Систему «Миссисипи»» Джона Лоу во Франции в то же время.

Что же порождает пузыри? Анализ внешних и внутренних факторов, которые потенциально могут обуславливать надувание пузырей, показывает, что все они воздействуют на изменения либо числителя, либо знаменателя в классической формуле оценки финансовых активов методом дисконтирования ожидаемых денежных потоков. В ней в числителе стоят денежные потоки, которые актив предположительно будет генерировать в будущем, а знаменатель отражает требуемую доходность инвесторов при вложениях в данный актив, которая в свою очередь положительно зависит от оценки инвесторами риска этих вложений. Итак, факторы, способствующие надуванию пузыря, влияют либо на ожидаемую прибыль (дивиденды, денежный поток), приносимую активом, в сторону повышения, либо на отношение инвесторов к риску и требуемой доходности в сторону понижения.

Чтобы цены на какой-либо актив стали «пузыристыми», сделки по его купле-продаже должны иметь инвестиционный характер, а это означает, что и сам актив должен быть инвестиционным, а срок его жизни — длинным, в идеале — бесконечным³. Пузыри не надуваются на рынке потребительских товаров, т. е. таких, которые покупаются для конечного потребления и которые обычно не перепродают. Нобелевский лауреат по экономике Вернон Смит, один из пионеров экспериментальной экономики, в своих многочисленных экспери-

² Насчет масштабности последствий падения курса акций «Компании Южных морей» у современных ученых также есть сомнения: некоторые считают, что оно затронуло только рынок дорогой недвижимости и предметов роскоши.

³ *Tirole J.* On the Possibility of Speculation under Rational Expectations // *Econometrica*. September 1982. Vol. 50. No. 5.

