

---

## **«ФИНАНСОВЫЕ ПУЗЫРИ» И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА**

---

**Тихонов Юрий Алексеевич**, канд. экон. наук, доц.

**Братухина Елена Александровна**, канд. экон. наук, доц.

**Пудовкина Ольга Евгеньевна**, ст. преп.

Самарский государственный экономический университет (Сызранский филиал), ул. Людиновская, 23, Сызрань, Россия, 446022; e-mail: TikhonovYA@mail.ru, olechkasgeu@mail.ru, ly-79@ya.ru

*Цель:* статья посвящена анализу проблемы возникновения кризисных явлений на рынках финансовых активов вследствие неадекватного роста их стоимости, в силу не объективных, а субъективных причин.

*Обсуждение:* механизм возникновения кризисных явлений на рынке финансовых активов основан на балансовом эффекте. Скорость образования кризисных явлений напрямую зависит от скорости кредитной экспансии, направленной на приобретение определенных активов. Авторы считают, что уполномоченные учреждения должны контролировать не только объем денежной массы, но и процессы формирования кредитного рынка, условия кредитования. *Результаты:* авторами разработаны предложения по предотвращению кризисных явлений на финансовых рынках за счет кредитной экспансии. Доказана необходимость разработки регуляторов системы оценки риска по существующим и вновь вводимым финансовым инструментам, с обязательным их применением коммерческими банками и рейтинговыми агентствами.

**Ключевые слова:** «финансовый пузырь», Центральный банк, инновационные финансовые инструменты.

### **Введение**

Проблема «финансовых пузырей» – далеко не новая тема в истории человечества. Термин «экономика финансового пузыря» появился с легкой руки издательства Asahi и обозначал он первоначально процессы, происходящие в японской экономике в конце 1980-х гг. [7]. «Финансовый пузырь» характеризуется тремя составляющими: быстрым ростом цен на финансовые активы, расширением экономической деятельности и постоянным увеличением денежного предложения и кредита. Однако сами «финансовые пузыри» имеют уже длительную историю существования. Один из первых известных «финансовых пузырей» был организован Дж. Ло во Франции в 1716-1720 гг. [7]. Опыт 1716-1720 гг. примечателен тем, что это был не просто первый фондовый «финансовый пузырь», а еще впервые ока-

зались переплетенными финансовый бум и денежно-кредитная политика.

Таблица

«Финансовые пузыри» в промышленно развитых странах в 1980-2010-х гг.

Страна	«Финансовый пузырь»
Австралия (1989)	Проблемы в банковском секторе из-за безнадежных ссуд
Великобритания (1990 – 1991)	Бум на рынке ипотечных кредитов привел к экономической рецессии и кризису мелких и средних банков
США (1987 – 1991)	Кризис ссудо-сберегательных учреждений и коллапс «финансового пузыря» на рынке акций
США (1999 – 2001)	«Финансовый пузырь» на рынке акций высокотехнологичных и интернет-компаний
США (2007 – 2008)	«Финансовый пузырь» на рынке ипотечных облигаций
США, весь мир (1979 – 1982)	Проблемы в банковском секторе из-за безнадежных синдицированных кредитов странам «третьего мира»
Швеция, Финляндия и Норвегия (1990 – 1992)	Кредитный бум завершился банковским кризисом и падением цен на недвижимость
Япония (1989 – 1991)	Бум на фондовом рынке, вызванный ростом цен, закончился кризисом финансовой системы, продолжающимся по сей день

В современной экономике глобализация и развитие финансовых рынков привели к тому, что «финансовые пузыри» стали чуть ли не обыденным явлением. В 1980-2010-х гг. финансовые бумы прошли практически во всех ведущих промышленно развитых странах, а в некоторых неоднократно (табл.) [9]. Каждый раз лопнувший «финансовый пузырь» имел самые удручающие последствия для реального сектора экономики и банковской системы.

### Обзор публикаций по проблеме

Поскольку за банковскую систему и многие из этих видов активов отвечает Центральный банк, то должен ли он вмешиваться и вовремя тормозить финансовый бум. Традиционный взгляд на проблему состоит в том, что денежным властям не следует непосредственно реагировать на изменение цен на финансовые активы. Аргументов обычно выдвигается несколько:

- цены на финансовые активы в краткосрочном периоде слишком волатильны и они не могут служить детерминантами денежно-кредитной политики, ориентированной на долгосрочный результат;
- в практическом плане почти невозможно выяснить, отражает ли рост цен на финансовые активы улучшение ситуации в реальном секторе экономики, или это просто спекулятивная мания;
- даже если Центральный банк будет систематически реагировать на колебания цен на финансовые активы, его действия приведут к дестабилизации экономики.

К настоящему времени теория и практика накопили достаточно знаний и опыта, чтобы пересмотреть точку зрения на «финансовые пузыри». Прежде всего, следует разобраться в природе финансового бума.

Рост цен на финансовые активы может быть как адекватным, так и иррациональным [5]. Адекватным он является тогда, когда за ним стоит улучшение ситуации в реальном секторе экономики: увеличение производительности труда, научные открытия, отличные финансовые результаты и т.д. Если ничего подобного не наблюдается, а цены растут, финансовый бум превращается в «финансовый пузырь». Причин тому может быть несколько: стадное поведение инвесторов (эффект толпы), несовершенное регулирование рынка, финансовая либерализация и т.д. Однако почему переоценка финансовых активов так опасна для экономики. «Финансовый пузырь» создает искажения в инвестициях и потреблении, что сначала ведет к экономическому буму и расширению деловой активности, а в дальнейшем – к рецессии и инфляции. Вмешательство денежных властей может сгладить эти циклические колебания и снизить потери экономики.

Механизм возникновения «финансового пузыря» основывается на балансовом эффекте. Изменение цен на финансовые активы непосредственным образом отражается на балансах домохозяйств, фирм и финансовых посредников. Надувание «финансового пузыря» ведет к увеличению, а его схлопывание – к снижению стоимости обеспечения кредитов. На пике финансового бума игроки повсюду используют кредиты для фондовых спекуляций. Когда тренд меняет свое направление, коэффициенты леввериджа резко подсакаивают. От заемщиков начинают требовать дополнительного обеспечения, а от банков – повышения капитализации для соблюдения нормативов достаточности собственного капитала [4]. Падение котировок на фондовом рынке ухудшает финансовые результаты и балансы всех игроков без исключения, что вынуждает их сокращать текущие траты. Расходы идут не на потребление, а на обслуживание долгов. Перераспределение доходов вызывает сокращение совокупного спроса и темпов экономического роста. Складывается спираль дефляции долга, впервые описанная И. Фишером еще в 1933 г. на примере Великой депрессии [6].

Сторонники регулирования приводят два простых аргумента в пользу политики противостояния «финансовым пузырям». Первый аргумент основывается на классическом «анализе Пула» (названном так по имени У. Пула, бывшего президента Федерального резервного банка Сент-Луиса). Смысл ее заключается в том, что Центральному банку следует «грести против ветра» при переоценке финансовых активов, если рост цен не имеет за собой никакой основы. И наоборот, если финансовый бум имеет корни в реальном секторе экономики, Центральный банк должен позволить ему развиваться самостоятельно. Рекомендации Пула представляют собой типичный пример противочиклической экономической политики, призванной сгладить колебания рыночной конъюнктуры.

Второй аргумент касается времени вмешательства денежных властей на рынке. Известно, что наиболее разрушительные последствия «финансового пузыря» приходятся уже на постпиковый период. Когда «финансовый пузырь» давно прошел, у правительства начинаются проблемы с инфля-

цией и экономическим ростом. Чтобы предотвратить такой ход событий, Центральный банк должен заблаговременно придерживаться противоциклической политики. Другими словами, ему следует вмешиваться еще на начальной стадии роста «финансового пузыря». Тогда последующая коррекция на финансовом рынке будет относительно небольшой, а потери экономики с точки зрения инфляции и ВВП – минимальны.

Оппонентов Центрального банка заботит, что такая политика провоцирует недобросовестное поведение инвесторов. Если денежные власти возьмутся регулировать «финансовый пузырь», то спекулянты раздуют его еще больше, надеясь, что их потенциальные убытки будут с лихвой компенсированы властями, ведь теперь они несут ответственность за финансовый бум. Проблема недобросовестного поведения возникает из-за асимметрии действий Центрального банка. Ведь он реагирует обычно не столько на рост котировок, сколько на их падение. Отчасти такое поведение властей оправдано тем, что рыночные цены сами изменяются асимметрично: «пузырь» раздувается медленно, а лопается быстро. Однако если Центральный банк начнет одинаково реагировать на подъем и на падение, то динамика рынка также может видоизмениться. Зная о том, что денежные власти не допустят излишней переоценки активов и резкого падения цен, котировки будут изменяться более плавно, а инвесторы перестанут слепо следовать за толпой. Таким образом, проблемы недобросовестного поведения инвесторов можно избежать, если Центральный банк станет действовать симметрично, реагируя как на рост, так и на падение цен. Главной проблемой противоциклической политики является оценка адекватности роста цен на финансовые активы [2, 3], то есть соответствует ли финансовый бум улучшению фундаментальных макроэкономических показателей или нет. Многие, включая Дж. Сороса, полагают, что инвесторы всегда пристрастны, и в период бума они неверно оценивают ситуацию.

Рассмотрим более подробно действующий кредитный механизм как фактор образования «финансовых пузырей», чтобы определить возможные направления позитивного государственного вмешательства.

Несмотря на этимологию понятия «кредит» как «доверие» и чрезвычайное распространение в последнее время бланковых кредитов, теория и практика финансов определяет залог активов как необходимый элемент кредитования. Таким образом, стоимость залога является очень важным параметром для последующего объема кредитования. Действительно, чем выше стоимость потенциального обеспечения, тем на больший объем кредита при прочих равных условиях может рассчитывать предприниматель. Особое значение стоимость обеспечения (залога) приобретает при ломбардном кредитовании, при котором соотношение между суммой кредита и стоимостью обеспечения рассматривается как важнейший фактор при принятии решения о выдаче кредита.

Именно в данном формально понимаемом принципе «обеспеченно-

сти» кредита кроется спусковой механизм самоусиливающегося контура связи «стоимость актива – кредит – стоимость актива», который при прочих равных условиях ведет к образованию «финансового пузыря» [1, 5].

Для банков рост стоимости обеспечения является сигналом к расширению кредитования, причем как в рамках действующих кредитных линий под текущие залоги (ведь их стоимость увеличилась), так и за счет открытия новых для приобретения растущих в цене активов и их последующего залога. В свою очередь, банки, используя инструменты секьюритизации, «упаковывают» предоставленные кредиты в ценные бумаги для расширения своего финансирования. Тем самым образуется вторичный самоусиливающийся контур взаимосвязи: увеличение кредитов – увеличение объемов секьюритизации – увеличение кредитов [8].

Таким образом, скорость образования «финансового пузыря» напрямую зависит от скорости кредитной экспансии, направленной на приобретение определенных активов. В свою очередь, масштабы кредитной экспансии зависят от принятого соотношения между стоимостью обеспечения и величиной кредита.

На роли государства в раздувании или сдерживании пузыря через денежную политику или политику «поддержки» инвесторов стоит остановиться чуть поподробнее. Касательно политики сдерживания надувания пузыря при помощи монетарных инструментов мнения экономистов-теоретиков и регуляторов-практиков сходятся. Они единодушны в том, что регулированием процентной ставки делу не поможешь [4, 6, 11]. Однако скорость образования «финансового пузыря» напрямую зависит от скорости кредитной экспансии, направленной на приобретение определенных активов. В свою очередь, масштабы кредитной экспансии зависят от принятого соотношения между стоимостью обеспечения и величиной кредита.

Ранее кредитные кризисы приводили к ужесточению регулирования по отношению к нарушителям, чтобы не допустить подобного впредь. Однако рыночный фундаментализм, доминировавший в годы правления Рейгана, привел к обратному эффекту: банкам в США была предоставлена еще большая степень свободы в том, кому давать деньги. Практически все ограничения, налагавшиеся на банки со времен Великой депрессии, были постепенно сняты. Банкам было позволено расширять филиальную сеть, сливаться с банками из других штатов и запускать новые направления бизнеса. Различие между инвестиционными и коммерческими банками становилось все менее заметным, пока не исчезло совсем. Были изобретены изощренные финансовые инструменты и новые способы не показывать активы на балансовых счетах банков. Именно здесь и зародились причины периодического возникновения «финансовых пузырей».

Новые финансовые инструменты и технологии трейдинга и финансирования обладали одним фатальным недостатком: они базировались на предположении, что финансовые рынки стремятся к равновесию. Счита-

лось, что временные отклонения носят случайный характер, а значения в конце концов достигают некоего среднего. Секьюритизация и другие инновационные инструменты позволили перераспределять риски. Чем больше рисков распределено, тем большие риски можно принять. Что еще хуже, новые методы и инструменты были столь изощренными, что регулирующие органы оказались не в состоянии оценить связанные с ними риски. Им пришлось пользоваться методами оценки риска, разработанными организациями, создавшими эти инструменты. Действующее международное соглашение по банковскому надзору Basel 2 позволяет крупным банкам полагаться исключительно на собственные системы оценки рисков [9]. Нечто подобное произошло и с рейтинговыми агентствами, призванными оценивать надежность финансовых инструментов. Им пришлось полагаться на расчеты авторов этих инструментов.

Таким образом, регуляторы практически отказались от выполнения своих обязательств. Положившись на расчеты рисков, сделанные участниками рынков, регуляторы фактически подняли якорь и инициировали неконтролируемую кредитную экспансию. В частности, на основе анализа прошлого рассчитывается показатель портфельных рисков. В случае бесконтрольной кредитной экспансии прошлое более не может служить указанием к оценке настоящего.

### **Обсуждение результатов**

Кредитную экспансию проще всего ограничивать именно на этапе активного роста. Обычно центральные банки реагируют на инфляцию, связанную с ростом цен или заработков, но не пытаются предотвратить инфляцию, вызываемую ростом активов, а именно она вызывается неконтролируемой кредитной экспансией.

Уполномоченные учреждения должны контролировать не только объем денежной массы, но и процессы формирования кредитного рынка, условия кредитования. Денежная масса и кредит не идут рука об руку. Нужно заботиться не только об инфляционной составляющей зарплат, но и о предотвращении возникновения пузырей, связанных с активами: ведь цены активов зависят не только от доступности денег, но и от желания кредитовать.

Возникает также вопрос: возможно ли использование механизма дисконта к обеспечению в качестве одного из элементов регулирования кредитной деятельности в целях предотвращения образования «финансовых пузырей». Ведь одной из причин быстрого роста недвижимости в США стал практический отказ банков от первоначального взноса заемщика, приобретающего жилье.

В настоящее время системы банковского регулирования не предусматривают прямого установления минимально необходимого дисконта к обеспечению при кредитовании как физических, так и юридических лиц; более того, не запрещены и так называемые бланковые кредиты. Можно предположить, что отсутствие такого рода прямых регулирующих ограничений

связано с принципом «разумности» экономических субъектов: не может стабильный коммерческий банк в массовом порядке выдавать необеспеченные ссуды, ведь это же неоправданный риск. Однако современная экономическая действительность показывает, что жесткая конкуренция, стремление воспользоваться ситуацией для получения сверхприбыли, скрытые или явные сигналы властных структур и, наконец, секьюритизация, формально переносящая риски на инвестора – покупателя ценных бумаг, – все это способно привести к радикальному изменению рыночного поведения.

Нельзя утверждать, что данный аспект банковской деятельности совершенно не регулируется и не контролируется. В частности, в российской банковской системе наличие и качество обеспечения учитывается при формировании резервов на возможные потери по ссудам. Соответствующее Положение Банка России поощряет банки за выдачу именно обеспеченных кредитов, причем качество обеспечения непосредственно влияет на формируемый резерв путем установления специальных поправочных коэффициентов. Однако, как показывает опыт развитых стран и недавний российский опыт ипотечного бума, данные инструменты положительного стимулирования (большее и лучшее обеспечение – меньше резервы, выше прибыль) являются недостаточными.

### **Заключение**

Таким образом, можно сформулировать следующие предложения по предотвращению образования «финансовых пузырей» за счет кредитной экспансии [10]:

- введение законодательно установленного минимального дисконта к обеспечению независимо от его качества на уровне 20% для кризисной стадии и стадии оживления экономики и до 95% в период бума; конкретные значения дисконта в период бума определяются регулятором; при этом сохраняются текущие положения, связывающие стоимость и качество обеспечения с величиной фактического резерва на возможные потери по ссудам;
- целесообразно законодательно установить предельную сумму бланкового кредита, предоставляемого одному заемщику. Величина указанной суммы должна зависеть от юридического статуса заемщика;
- при последующем залоге кредит предоставляется исключительно по разницу между текущей стоимостью обеспечения и остатком основного долга по ранее выданным кредитам под данное обеспечение;
- разработка самим регулятором системы оценки риска по вновь вводимым финансовым инструментам, с обязательным их применением коммерческими банками и рейтинговыми агентствами.



## Список источников

1. Байдин Е.В., Байдина О.С. О проблеме предотвращения «финансовых пузырей» // *Деньги и кредит*, 2009, no. 6, с. 31-33.
2. Давнис В.В., Касаткин С.Е., Ардаков А.А. Главные компоненты и их применение в моделях портфельного инвестирования // *Современная экономика: проблемы и решения*, 2012, no. 7 (31), с. 150-157.
3. Давнис В.В., Коротких В.В. Адаптивное трендовое разложение финансовых временных рядов // *Современная экономика: проблемы и решения*, 2014, no. 10 (58), с. 8-24.
4. Егоров А.В., Меркурьев И.Л., Чекарева Е.Н. Адаптация российского финансового сектора к кризисной ситуации на мировом финансовом рынке // *Деньги и кредит*, 2009, no. 8, с. 25-30.
5. Ендовицкий Д.А., Бочарова И.В. Анализ соблюдения заемщиком требований по обеспечению кредита // *Экономический анализ: теория и практика*, 2004, no. 14, с. 2-11.
6. Киндлбергер Ч., Алибер Р. *Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи*. Санкт-Петербург, Питер, 2010. 544 с.
7. Моисеев С.Р. *Денежно-кредитная политика: теория и практика*. Москва, Экономист, 2005. 652 с.
8. Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А. Секьюритизация: характерные признаки и определение // *Деньги и кредит*, 2008, no. 8, с. 22-31.
9. Сорос Д. *Мировой экономический кризис и его значение. Новая парадигма финансовых рынков*. Москва, Манн, Иванов и Фербер, 2010. 272 с.
10. Тихонов Ю.А. Механизм возникновения «финансовых пузырей» // *Вестник Университета (Государственный университет управления)*, 2012, no. 10, с. 254-259.
11. Чиркова Е.В. *Анатомия «финансового пузыря»*. Москва, Кейс, 2010. 416 с.



---

# «FINANCIAL BUBBLES» AND MONETARY POLICY

---

**Tikhonov Yuri Alekseevich**, Cand. Sc. (Econ.), Assoc. Prof.

**Pudovkina Olga Aleksandrovna**, Cand. Sc. (Econ.), Assoc. Prof.

**Bratukhina Elena Yeugenievna**, Assist. Prof.

Syzran branch of Samara State University of Economics, Ludinovsky st., 23, Syzran, Russia, 446022; e-mail: TikhonovY.A@mail.ru; olechkasgeu@mail.ru; ly-79@ya.ru

*Purpose:* the article is devoted to analysis of the problem of crises in the financial markets based on inadequate financial assets value growth, due to subjective reasons than to objective. *Discussion:* the mechanism of occurrence of the crisis on the financial market based on the balance effect. The rate of formation of the crisis directly depends on the speed of credit expansion, aimed at acquiring certain assets. The authors believe that the authorized institutions should control not only the amount of money supply, but also the formation of the credit market, credit conditions. *Results:* the Authors have developed proposals to prevent the crisis in the financial markets due to the credit expansion. The necessity to develop the system controller risk assessment on existing and newly introduced financial instruments, with their mandatory application of commercial banks and rating agencies.

**Keywords:** financial bubble, the Central Bank, innovative financial instruments.

## Reference

1. Baidin E.V., Baidina O.S. O probleme predotvrashcheniia «finansovykh puzyrei» // *Den'gi i kredit*, 2009, no. 6, pp. 31-33. (In Russ.)
2. Davnis V.V., Kasatkin S.E., Ardakov A.A. Glavnye komponenty i ikh primeneniie v modeliakh portfel'nogo investirovaniia // *Sovremennaia ekonomika: problemy i resheniia*, 2012, no. 7 (31), pp. 150-157. (In Russ.)
3. Davnis V.V., Korotkikh V.V. Adaptivnoe trendovoe razlozhenie finansovykh vremennykh riadov // *Sovremennaia ekonomika: problemy i resheniia*, 2014, no. 10 (58), pp. 8-24. (In Russ.)
4. Egorov A.V., Merkur'ev I.L., Chekmareva E.N. Adaptatsiia rossiiskogo finansovogo sektora k krizisnoi situatsii na mirovom finansovom rynke // *Den'gi i kredit*, 2009, no. 8, pp. 25-30. (In Russ.)
5. Endovitskii D.A., Bocharova I.V. Analiz sobliudeniia zaemshchikom trebovaniia po obespecheniiu kredita // *Ekonomicheskii analiz: teoriia i praktika*, 2004, no. 14, pp. 2-11. (In Russ.)
6. Kindlberger Ch., Aliber R. *Mirovye finansovye krizisy. Manii, paniki i krakhi*. Saint-Petersburg, Piter, 2010. 544 p. (In Russ.)
7. Moiseev S.R. *Denezhno-kreditnaia politika: teoriia i praktika*. Moscow, Ekonomist, 2005. 652 p. (In Russ.)
8. Rachkevich A.Iu., Alekseeva I.A. Sek'iurizatsiia: kharakternye priznaki i opredelenie // *Den'gi i kredit*, 2008, no. 8, pp. 22-31. (In Russ.)
9. Soros D. *Mirovoi ekonomicheskii krizis i ego znachenie. Novaia paradigma finansovykh rynkov*. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber, 2010. 272 p. (In Russ.)

10. Tikhonov Iu. A. Mekhanizmvozniknoveniia «finansovykh puzyrei» // *Vestnik Universiteta (Gosudarstvennyi universitet upravleniia)*, 2012, no. 10, pp. 254-259. (In Russ.)

11. Chirkova E. V. *Anatomiia finansovogo puzyria*. Moscow, Keis Publ., 2010. 416 p. (In Russ.)