

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФИНАНСОВЫХ ПОНЯТИЙ: «ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ» И «ФИНАНСОВАЯ ХРУПКОСТЬ»

Аннотация. В статье представлены результаты исследования генезиса финансовых понятий: «финансовая хрупкость» и «финансовая нестабильность», выделен диалектический и детерминистический подходы в интерпретации данных финансовых понятий.

Ключевые слова: финансовая хрупкость, финансовая нестабильность, финансовые кризисы, центральный банк.

Введение. Мировой финансовый кризис 2007-2008гг. дал импульс для проведения ряда научных исследований по выявлению причин кризиса, описанию характера его протекания в условиях финансовой глобализации и разработке действенных методов, направленных на его преодоление. В условиях финансового кризиса достижение финансовой стабильности является важнейшей задачей для экономики любой страны. При этом выявление условий возникновения и проявления финансовых кризисов является основой, как для разработки антикризисных мероприятий, так и для использования методов ранней диагностики зарождающихся кризисных процессов в экономике. Идентификация условий возникновения финансовых кризисов была и остается непростой задачей в силу того, что сам термин «финансовая нестабильность» имеет различные определения. Плюрализм мнений относительно «финансовой нестабильности» и «финансовой хрупкости» экономики обусловлен историческим контекстом и соответствующим теоретическим подходом, выбранным для их интерпретации. Поэтому проблема в общем виде заключается в неоднозначности понимания финансовых дефиниций «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость» в контексте борьбы с финансовыми кризисами.

Анализ последних научных публикаций зарубежных авторов, которые рассматривают финансовые категории: «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость», позволяет выделить таких ученых как: Ф. Аллен (F. Allen) [1], В. Ордер (V. Order) [2], Я. Аспэчс (O. Aspachs) [3], и других [12-15]. В основном зарубежные экономисты трактуют финансовую нестабильность как исключительное событие, которое проявляется вследствие экзогенных шоков, несовершенства рынков и/или ценовой нестабильности. В то же время есть ученые, которые небезосновательно показывают более глубокие причины финансовой нестабильности, которые кроются в самой природе капиталистической экономической системы [4, 5].

Отечественные ученые, среди которых: Я. Жалило и Я. Белинская [6], В. Геец [7], анализируют в большей степени не столько понятийный аппарат, сколько оперируют такими сложившимися понятиями, как «макроэкономическая нестабильность» и «денежно-финансовая нестабильность», в объяснении причин финансового кризиса, как в мировом масштабе, так и на уровне Украины.

Нерешенной частью научной проблемы в предыдущих исследованиях является отсутствие целостного описания возникновения и эволюции финансовых понятий: «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость».

Постановка задачи. Целью научного исследования является идентификация финансовых понятий: «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость», в историческом контексте.

Результаты. Эволюция понятий «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость» представлена на рис. 1.

Истоки определения «финансовой нестабильности» можно обнаружить в работах И. Фишера [8]. В опубликованной в 1933 г. статье «теория долговой дефляции великой депрессии», И.Фишер раскрыл механизм влияния долговой зависимости экономических агентов на стоимость имеющихся в их распоряжении активов и, которая, при неблагоприятных условиях, может привести к депрессии целой экономики. И. Фишер писал: *«чрезмерные инвестиции и чрезмерные спекуляции часто играют важную роль; но они не были бы столь разрушительными, если не были связаны с заемными средствами»* [8, р.341]. И. Фишер предупреждал, по сути, о неизбежности периодов «нестабильности» в экономике после достижения всеобщего равновесия в силу чрезмерной заемной политики проводимой экономическими агентами.

В своих работах, другой известный ученый, Дж.М. Кейнс непосредственно не сформулировал определения «финансовой нестабильности», однако, используя математический аппарат, он показал, что капиталистическая система подвержена финансовой нестабильности. В частности, Дж.М. Кейнс писал: *«...страх и неуверенность в будущем, которые сопутствуют резкому падению предельной эффективности капитала, порождают, естественно, стремительный рост предпочтения ликвидности, а следовательно, и рост нормы процента, крах предельной эффективности капитала, имеющий тенденцию сопровождаться ростом нормы процента, способен серьезно усилить падение объема инвестиций»* [9].

Деньги по Кейнсу выступают абсолютно ликвидным и надежным активом в условиях неопределенности, с которой сталкиваются инвесторы.

Увеличение (сокращение) спроса на деньги, «происходящее за счет сокращения (уменьшения) спроса на производственные активы, создающие национальный доход и занятость, приводит к спаду (оживлению) в экономике» [10, с. 32]. Этот процесс является циклическим, причем в фазе оживления экономики финансирование инвестиций возрастает, а в фазе спада - сложившиеся сложные финансовые отношения между экономическими агентами приводят к тяжелому долговому бремени инвесторов.

Сложные финансовые отношения объясняются тем, что деньги по Кейнсу выступают не только средством обмена при совершении сделок, но и *«оказываются специальным типом облигаций, возникающих по мере необходимости финансирования капитальных активов»* [11, с.100].

Соответственно в условиях развитой финансовой системы в кругообороте капитала участвует намного больше финансовых инструментов, изменение стоимости которых может привести к неадекватному объему и типу инвестиций. Поэтому важной задачей экономической политики является обеспечение контроля над всеми каналами эндогенной кредитной экспансии [11].

Учения Дж.М. Кейнса оказали мощное влияние на всемирно известного экономиста посткейнсианства, Хаймана Мински, который и сформулировал *«гипотезу финансовой нестабильности»*, далее «ГФН», и дал определение *«финансовой хрупкости»*.

Хайман Мински в 1977 г. опубликовал разработанную им теорию финансовой нестабильности, которая объясняет природу финансовой нестабильности капиталистической экономики. [5].

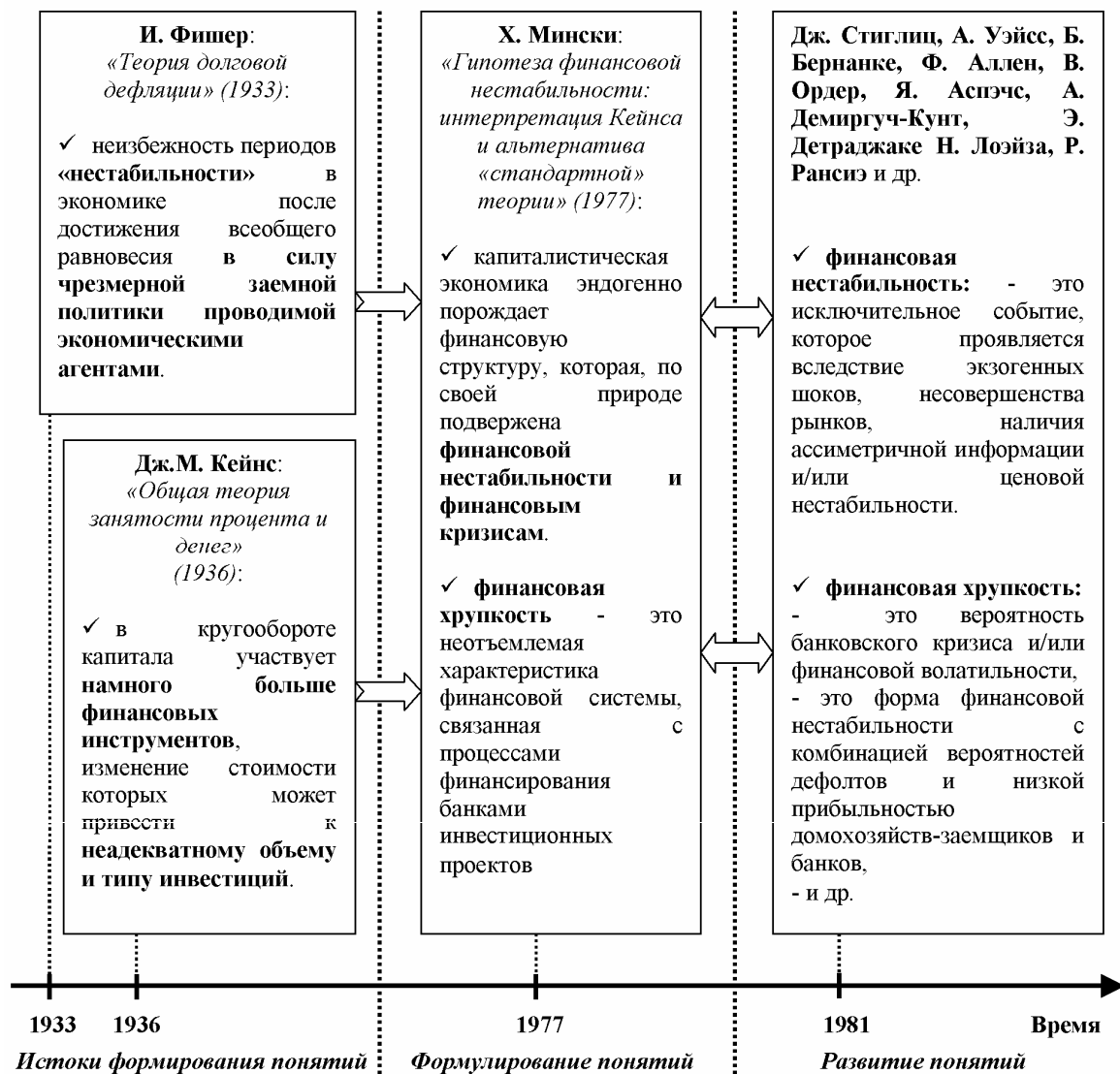


Рис. 1. Эволюция понятий «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость»*

* Разработано автором

По мнению Х. Мински капиталистическая экономика эндогенно порождает финансовую структуру, которая, по своей природе подвержена финансовой нестабильности и финансовым кризисам. Теория Х.Мински основывается на теории долговой дефляции И.Фишера и механизме поведения инвесторов в условиях неопределенности Дж.М. Кейнса. Вслед за Фишером Мински исследует процесс обесценения долга, но при этом смещает акцент на обесценение долгов, связанных с приобретением спекулятивных финансовых активов [11]. Научные работы Кейнса позволили Мински использовать теорию эндогенной денежной массы в описании механизмов создания новых финансовых инструментов в процессе инвестиционной активности экономических агентов. По мнению Мински, денежная система является основой механизма возникновения долга и его выплаты. Банки в кредитно-денежной системе постоянно «заняты» поиском прибыли, финансируя выгодные проекты предпринимателей, и, по сути, являются «торговцами долга».

При этом, в случае нехватки ресурсов финансовые учреждения «удовлетворяют» спрос фирм на деньги путем создания финансовых инноваций (операции РЕПО,

секьюритизации и др.) [10].

Эти процессы уменьшают степень влияния денежной политики центрального банка на экономику страны и способствуют, как процессам формирования эндогенной денежной массы, так и формированию условий, порождающих кризис финансовой системы. Финансовая нестабильность выступает характеристикой нормального развития капиталистической экономики.

Общая стабильность (хрупкость) экономики зависит от форм финансирования инвестиций, которые выбирают для себя фирмы.

Х. Мински сформулировал финансовую хрупкость как процесс, который развивается в течение длительного времени. В начале делового цикла в некотором секторе экономике формируется ставка доходности, которая выше среднерыночной доходности инвестиций. Фирмы постепенно начинают направлять инвестиции в этот сектор экономики, и, в свою очередь, предъявляют требования к соответствующему уровню доходности в других секторах экономики. Со временем доходность выравнивается во всей экономике, экономика начинает расширяться. При этом доходность инвестиций отдельной фирмы увеличивается постепенно, а ожидания фирмы относительно будущей доходности инвестиций становятся более оптимистичными. В тоже время, фирмы, (подчеркивается коллективное поведение фирм) меньше обращают внимание на свою ликвидность и становятся более решительными в использовании заемных средств («долга») для финансирования новых капиталовложений. Финансовая хрупкость развивается в экономике, как на микро- так и на макроуровне, поскольку финансовые потоки фирм все в большей степени направляются на уплату задолженности по заемным средствам, - формируются условия для проявления финансовой нестабильности, как в отдельном секторе экономики, так и в экономике в целом. Соответственно, устойчивость экономики к шоку зависит от степени, до которой «развилась» финансовая хрупкость в экономической системе к моменту времени, когда шоки начинают проявляться в экономике.

Понятие «финансовой нестабильности» получило новое развитие в работах ученых: Дж. Стиглиц (J. Stiglitz), Э. Уэйсс (A. Weiss), Б. Бернанке (B. Bernanke). Дж. Стиглиц в 2001 году стал одним из лауреатов нобелевской премии по экономике за анализ рынков с асимметричной информацией. Дж. Стиглиц и Э. Уэйсс в работе «кредитное рacionamento на рынках с асимметричной информацией» (1981) предложили экономико-математическую модель кредитного рacionamento, которая обосновывает необходимость сокращения предложения кредитных продуктов, сохраняя ставки на приемлемом для заемщиков уровне, в условиях финансовой нестабильности [12]. В целом, Дж. Стиглиц, Э. Уэйсс, Б. Бернанке [13] связывают финансовую нестабильность с несовершенством финансовых рынков. В свою очередь, несовершенство финансовых рынков генерируется асимметричной информацией, которой располагают кредиторы и заемщики относительно друг друга на финансовых рынках. Из работ ученых следует, что уменьшение уровня инвестирования в реальный сектор экономики и сокращение выпуска продукции, может со временем, в условиях несовершенства рынков, вызвать «шоки» на финансовых рынках.

Интересна точка зрения Б. Бернанке и М. Гертлер на понятие «финансовая хрупкость»: «...финансовая хрупкость – это ситуация, в которой потенциальные заемщики (которые имеют большой доступ к продуктивным инвестиционным проектам, или которые имеют превосходные предпринимательские способности) имеют низкий уровень благосостояния по отношению к размерам их проектов» [13, p.88]. Такая ситуация (которая могла произойти, например, на ранней стадии экономического развития, либо в период продолжающейся рецессии или после «дефляции долга») приводит к высоким агентским издержкам и, таким образом, - к ухудшению их работы в инвестиционном секторе и в экономике, в целом».

Финансовая хрупкость характеризует ситуацию на рынке, когда кредиторы не располагают полной информацией относительно «финансового здоровья» фирм с высоким финансовым левереджем, активно принимающих участие в инвестиционных процессах.

Такие ученые как, Ф. Аллен (F. Allen), В. Ордер (V. Order), Я. Аспэчс (O. Aspachs), А. Демиргуч-Кунт (A. Demirgüç-Kunt) представляют собой группу экономистов, которые также рассматривают вопросы финансовой хрупкости на основе открытий, сделанных учеными [12-13]. Так, Ф. Аллен и Д. Гэйл определяют финансовую хрупкость, как состояние финансовой системы, в которой небольшой шок может иметь непропорционально большие эффекты с точки зрения ценовой изменчивости (волатильности) активов или невыполнения обязательств (дефолта) [1]. Ученые в своих работах показывают, что при наличии транзакционных затрат и асимметричной информации, совокупный шок в экономике побуждает финансовых посредников продавать активы. Соответственно, падение цен на активы, вызывает цепную реакцию в поведении других финансовых посредников, - они также начинают продавать «подешевевшие активы», и так далее.

В. Ордер в своих исследованиях показал, что равновесие в экономике хрупко: *«небольшое изменение параметра...» (финансовые инновации) «... может оказать непропорционально большое влияние на процентные ставки и рыночную структуру»* [2]. А. Демиргуч-Кунт и Э. Детраджаке исследовали взаимосвязь между финансовой хрупкостью и финансовой либерализацией, и определили финансовую хрупкость, как уязвимость (или вероятность) кризиса в банковской сфере [14]. Н. Лоэйза и Р. Рансиэ дополнили результаты исследований А. Демиргуч-Кунт и Э. Детраджаке: финансовая хрупкость – это вероятность банковского кризиса или вероятность финансовой изменчивости (волатильности) [15]. Я. Аспэчс также развивает идеи несовершенства рынков и неопределенности в экономических отношениях. Ученый определяет финансовую хрупкость, как форму финансовой нестабильности, которая характеризуется комбинацией вероятности дефолтов и низкой прибыльностью домохозяйств-заемщиков и банков [3]. Расчет вероятности дефолтов (probability of defaults) клиентов банков и возможных, связанных с этим, потерь представлено также и в модели IRB («Внутренний банковский рейтинг») в документе по банковскому надзору «Базель II: Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы».

Выводы. Анализируя работы ученых [1-3, 12-15] по финансовым терминам: «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость», можно сделать следующие выводы:

1) Дж. Стиглиц, Б. Бернанке, Ф. Аллен (F. Allen), В. Ордер и др. [1-3, 12-15] в своих работах рассмотрели, как экономика «переходит» из состояния стабильности в состояние нестабильности в результате воздействия некоторого внешнего (экзогенного) шока, несовершенств рынков, наличия асимметричной информации. Ученые использовали детерминистический подход к понятию «финансовая хрупкость», в соответствии с которым, случайные события, наблюдаемые в экономике (финансовая нестабильность, финансовые кризисы), связаны некоторой «прогрессией» и вероятность наступления этих событий может быть оценена на основе исторического опыта.

2) Х. Мински описал механизм воздействия изменения структуры обязательств фирм (структуры их долга) на принимаемые ими инвестиционные решения, он раскрыл процесс возникновения условий для проявления финансовой нестабильности. Х. Мински использовал диалектический подход в теории финансовой хрупкости, в соответствии с которым, каждое дискретное значение времени - это уникальное состояние экономики, которое характеризуется своим статистическим порядком, своей

финансовой структурой. Поэтому в соответствии с данным подходом подчеркивается невозможность в полной мере оценивать вероятность будущих неблагоприятных событий на основе некоторого исторического опыта.

Перспективой дальнейших исследований является приложение теории Х. Мински к реалиям отечественной экономики, выявления особенностей формирования финансовой хрупкости во взаимоотношениях банковского и реального секторов в экономике Украины, определение роли и инструментов регулирования Национального банка Украины на различных этапах делового цикла развития экономики Украины.

Литература

1. Allen F. Financial fragility, liquidity, and asset prices / F. Allen, D. Gale // *Journal of the European Economic Association*. – 2004. - Vol. 2. – № 6, P. 1015 – 1048.
2. Order V. A model of financial structure and financial fragility / V. Order // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 2006. - Vol. 38. – № 3, P. 565 – 585.
3. Aspachs O. Towards a measure of financial fragility / O. Aspachs, C. Goodhart, D. Tsomocos and L. Zicchino // *Annals of Finance*. – 2007. – Vol.3. – № 1. – P. 37 – 74.
4. Kregel J. The Natural Instability of Financial Markets / J. Kregel // *The IDEAs Working Papers Series*. – 2009. – N 4. – 24 p.
5. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to «Standard» Theory / H. Minsky // *Nebraska Journal of Economics and Business*. – 1977. – Vol. 16. – N 1. P. 5 – 16.
6. Жаліло Я. Економічна криза в Україні: виміри, ризики, перспективи / Я. Жаліло, О.С. Бабанін, Я.В. Белінська та ін. – К.: НІСД, 2009. – 142 с.
7. Геєць В. Розгортання фінансово-економічної кризи в Україні у 2009 році: негативні наслідки та засоби їх пом'якшення / В. Геєць. – К.: Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2009. – 159 с.
8. Fisher I. The Debt-deflation Theory of Great Depressions / I. Fisher // *Econometrica*. – 1933. – P. 337 – 357.
9. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. Кейнс. – М.: Эксмо. – 2009, 960с.
10. Розмаинский И. Вклад Х.Ф. Мински в экономическую теорию и основные причины кризисов в позднеиндустриальной денежной экономике / И. Розмаинский // *TERRA ECONOMICUS*. – 2009. – Том 7. – №1. – С. 31 – 42.
11. Несветаилова А. Экономическое наследие Хаймана Мински / А. Несветаилова // *Вопросы экономики*. – 2005. – № 3, С. 99 – 117.
12. Stiglitz J. Credit rationing in markets with imperfect information / J. Stiglitz, A. Weiss // *American Economic Review*, - 1981. – Vol. 71. – № 3, P. 393 – 410.
13. Bernanke B. Financial fragility and economic performance / B. Bernanke, M. Gertler // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1990. – Vol.105. – № 1. – P. 87 – 114.
14. Demiguc-Kunt A. Financial liberalization and financial fragility / A. Demiguc-Kunt, E. Dedtragilache // *World Bank Annual Conference on Development Economics*. – Washington, 1998.
15. Loayza N. Financial development, financial fragility, and growth / N. Loayza, R. Ranciere // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 2006. – Vol. 38. – № 4, P. 1051 – 1076.

Summary. Evolution of financial concepts "financial fragility" and "financial instability" has shown. Dialectic and deterministic approaches in interpretation of the given financial definitions has outlined.

Keywords: financial fragility, financial instability, financial crisis, central bank.

Стаття надійшла до редакції 02.02.2011