

Луняков, О. Генезис понятий «Финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость» в контексте мировых финансовых кризисов [Текст] / О.В. Луняков // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – № 2. – С. 185-188.

УДК 658.14/.17

О.В. ЛУНЯКОВ

Севастопольский национальный технический университет

ГЕНЕЗИС ПОНЯТИЙ «ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ» И «ФИНАНСОВАЯ ХРУПКОСТЬ» В КОНТЕКСТЕ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ

В статье проведен анализ и синтез экономических терминов: «финансовая хрупкость» и «финансовая нестабильность» в контексте финансовых кризисов. Показан научный вклад Х. Мински в понимание причин циклического развития современной капиталистической системы.

The analysis and synthesis of economic terms: «financial instability» and «financial fragility» in a context of financial crises has carried out. H. Minsky's scientific contribution to understanding of the causes of cyclic development of modern capitalist system has shown.

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

Постановка проблемы в общем виде и ее связь с важными научными или практическими заданиями.

Проблемы, связанные с проявлением мирового финансового кризиса 2007-2008гг. дали импульс для проведения множества 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 понимании финансовых дефиниций «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость» в контексте борьбы с финансовыми кризисами.

Анализ последних исследований или публикаций, в которых начато решение данной проблемы и на которые опирается автор.

Анализ последних научных публикаций зарубежных авторов, которые рассматривают финансовые категории: «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость», позволяет выделить таких ученых как: С. Шредер (S. Schroeder) [1], Я. Крегель (J. Kregel) [2], Я. Аспэч (O. Aspachs), Ч. Гудхарт (C. Goodhart), Д. Тсомокос (D. Tsomocos) и Л. Циккино (L. Zicchino) [3] и др. 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.

Отечественные ученые, среди которых: Я. Жалило и Я. Белинская [4], В. Геец [5] и др., 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.

Выделение нерешенных ранее частей общей проблемы, которым посвящается данная статья.

Нерешенной частью научной проблемы в предыдущих исследованиях является отсутствие целостного описания возникновения и эволюции понятий «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость» в привязке к проявляющимся время от времени финансовым кризисам.

Формулировка цели статьи (постановка задач). Цель данного исследования заключается в раскрытии генезиса понятий «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость» в историческом контексте.

Изложение основного материала исследования с полным обоснованием полученных научных результатов.

Х. Мински. В работе «Гипотеза финансовой нестабильности» (1977), Хайман Мински впервые опубликовал разработанную им **теорию финансовой нестабильности**. Согласно Х. Мински «ГФН» - это теория, которая объясняет природу финансовой нестабильности капиталистической экономики [6]. По мнению Х. Мински современная капиталистическая экономика, экономика после Второй Мировой войны, эндогенно порождает финансовую структуру, которая, по своей природе подвержена финансовой нестабильности и финансовым кризисам. «ГФН» 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 [7]. 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:

- сделки с соглашениями об обратном выкупе (операции РЕПО);
- депозитные сертификаты;
- евродолларовые займы;
- секьюритизация (конвертация банковских ссуд в ценные бумаги, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки);
- и другие [8].

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.

Причины эндогенных процессов, создающие условия возникновения финансовых кризисов, Мински систематизировал в теории системной хрупкости. **«Финансовая хрупкость»** - это неотъемлемая характеристика финансовой системы, которая в свою очередь может быть системной (системная финансовая хрупкость как неотъемлемая часть финансовой системы) и общей (определяется совокупностью существующих финансовых механизмов) [7].

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

Возможные формы финансирования:

- 1) **Обеспеченное финансирование (hedge financing).** При обеспеченном финансировании фирмы

обслуживают свою задолженность и проценты преимущественно за счет внутренних финансовых ресурсов, главным образом, за счет валового дохода. Такая финансовая политика обычно производится в фазе оживления экономического роста страны и объясняется тем, что «в памяти экономических субъектов еще свежи воспоминания о недавней депрессии», то есть риски кредитоспособности заемщиков для банков пока еще высоки [8].

2) **Спекулятивное финансирование (speculative finance)**. Со временем, в условиях начавшегося экономического роста, риски кредитоспособности заемщиков снижаются. Банки начинают кредитовать фирмы, увеличивая тем самым их внешнее финансирование. Со временем финансовый левередж, и соответственно, финансовые риски фирм возрастают. Фирмы активно используют заемные средства для инвестиционных целей, в тоже самое время собственных средств хватает лишь на выплату процентов по полученным ранее кредитам (привлеченным заемным средствам). Фирмы пытаются получить новые кредиты в счет погашения старых. В условиях «всеобщей эйфории» экономического роста банки находят возможности продолжить процесс кредитования фирм, используя, в том числе, финансовые инновации, позволяющие предприятиям произвести отсрочку оплаты своей задолженности.

3) **Понци-финансирование (Ponzi finance)**. Фирмы, имеющие высокую кредитную задолженность, характеризуются уже высокими финансовыми рисками, что «заставляет» банки выдавать кредиты этим фирмам под более высокие процентные ставки. С другой стороны, самим фирмам уже не хватает собственных финансовых ресурсов для обслуживания кредитной задолженности. Они продолжают поиск финансовых ресурсов, прибегая, в том числе, и к продаже своих активов, что в свою очередь, приводит к падению цен на активы, падает уровень инвестиций. Полученные денежные средства идут на выплату процентов и даже на выплату дивидендов. Понци-финансирование переводит экономику из стадии роста в стадию спада. Это связано, как с наличием высоких финансовых рисков со стороны заемщиков для банков, так и дефицитом финансовых ресурсов (денег и их заменителей) в экономике. Если какая-либо отрасль в экономике страны в этих условиях начинает испытывать трудности в обслуживании своей задолженности, то такая ситуация быстро, через финансовый сектор, отразится на другие отрасли, и, в целом, на экономику страны. Тем самым формируются условия для возникновения финансовых кризисов.

Дж. Стиглиц (Stiglitz) и А. Уэйсс (Weiss), Б. Бернанке (Bernanke) и М. Гертлер (Gertler) и др. Понятие «финансовой нестабильности» получило новое развитие в работах данных ученых. Дж. Стиглиц в 2001 году стал одним из Лауреатов Нобелевской премии по экономике за анализ рынков с асимметричной информацией. Дж. Стиглиц и А. 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. В целом, Дж. Стиглиц и А. Уэйсс [9], Б. Бернанке и М. Гертлер [10] 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. 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» [10, p.88].

Тем самым, 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.

Ф. Аллен (F. Allen) и Д. Гэйл (D. Gale), А. Демиргуч-Кунт (A. Demirgüç-Kunt) и Э. Детраджаке (E. Dedragilache), Я. Аспэчс (O. Aspachs), Ч. Гудхарт (C. Goodhart), Д. Тсомокос (D. Tsomocos) и Л. Циккино (L. Zicchino) и др. представляют собой группу экономистов, которые также рассматривают вопросы финансовой хрупкости в условиях наличия асимметричной информации и несовершенства рынков. Так, Ф. Аллен и Д. Гэйл в работе «Финансовая хрупкость, ликвидность и цены активов» (2004) определили **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) [11]. Ученые говорят о том, 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.

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 [12].

Я. Аспэчс, Ч. Гудхарт, Д. Тсомокос и Л. Циккино также развивают идеи несовершенства рынков и неопределенности в экономических отношениях. В работе «В направлении к измерению финансовой хрупкости» (2007) ученые определили **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».

Заслуживает также внимания и точка зрения ученых К. Борио (C. Borio) и М. Дрехмэнн (M. Drehmann). В работе «К операционной структуре финансовой стабильности: "fuzzy" измерения и его следствия» (2009) они дали следующее определение финансовой нестабильности: «...**финансовую нестабильность** – это ряд условий, которых достаточно для проявления финансовой дестабилизации/финансовых кризисов в ответ на небольшие по величине шоки... Эти шоки могли произойти либо в реальном секторе экономики, либо в финансовой системе непосредственно, ...а финансовая система через ряд собственных механизмов может усилить шоки до уровня финансовой дестабилизации или кризисов» [13, p.4].

Выводы по данному исследованию и перспективы дальнейших разработок в данном направлении.

В целом, сопоставляя работы данных ученых [3,9,10-13] с точкой зрения Х. Мински по финансовым категориям: «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость», можно сделать следующие выводы:

- 1) Дж. Стиглиц и А. Уэйсс, Ф. Аллен и Д. Гэйл и др. [3,9,10-13] 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.
- 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.
- 3) Х. Мински использовал диалектический подход в своей теории финансовой хрупкости: финансовая хрупкость экономической системы определяется не только соотношением собственных и заемных средств фирм, - значительного удельного веса спекулятивного и Понци-финансирования в экономике страны. «Каждый период возросшей задолженности характеризуется уникальными особенностями и, по Мински, наиболее важной причиной таких изменений являются финансовые инновации» [18, с.104]. Диалектический подход в

отношении теории Х. Мински раскрывает каждое дискретное значение времени как 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 событий, например финансовой хрупкости, на основе некоторого исторического опыта.

4) Дж. Стиглиц и А. Уэйсс, Ф. Аллен и Д. Гэйл и др. [3,9,10-13], использовали детерминистический подход к понятию «финансовая хрупкость». В соответствии с данным подходом, случайные события, наблюдаемые в экономике, связаны некоторой «прогрессией», и вероятность будущих неблагоприятных событий (финансовой нестабильности, финансовых кризисов) может быть предсказана на основе исторического опыта.

Перспективой дальнейших исследований является экономико-математический анализ природы циклических колебаний в экономике Украины на основе «ГФН» Х. Мински, и сопоставление подхода Х. Мински к определению финансовой хрупкости с научными подходами, предложенными учеными [3,9,10-13].

Литература

1. Schroeder S. Defining and detecting financial fragility: New Zealand's experience / S. Schroeder // *International Journal of Social Economics*. – 2009. – Vol.36. – № 3. – P. 287-307.
2. Kregel J. The Natural Instability of Financial Markets / J. Kregel // *The IDEAs Working Papers Series*. – 2009. – N 4. – 24 p.
3. Aspachs O. Towards a measure of financial fragility / O. Aspachs, C. Goodhart, D. Tsomocos, L. Zicchino // *Annals of Finance*. – 2007. – Vol.3. – № 1. – P. 37-74.
4. Жаліло Я. А. Динаміка зростання та ризику нестабільності економіки України в 2008 році. – К. : НІСД, 2008. – 108 с.
5. 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.
6. 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.
7. Несветаилова А. Экономическое наследие Хаймана Мински / А. Несветаилова // *Вопросы экономики*. – 2005. – № 3. – С. 99-117.
8. 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.
9. Stiglitz J. Credit rationing in markets with imperfect information / J. Stiglitz, A. Weiss // *American Economic Review*. – 1981. – Vol. 71. – № 3. – P. 393-410.
10. Bernanke B. Financial fragility and economic performance / B. Bernanke, M. Gertler // *Quarterly Journal of Economics*. – 1990. – Vol. 105. – № 1. – P. 87-114.
11. 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.
12. Demiguc-Kunt A. Financial liberalization and financial fragility / A. Demiguc-Kunt, E. Dedragilache // *World Bank Annual Conference on Development Economics*. – Washington, 1998.
13. Borio C. Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences / C. Borio, M. Drehmann // *Working Papers*. – 2009. – № 284. – 50 p.