

кандидатів з ЄС. Адаптація структур національних економік країн-кандидатів до внутрішнього ринку ЄС відбувалося поступово в основному за 10–12 років. Одним з основних факторів перебудови експорту країн-кандидатів до ЄС були значні іноземні інвестиції, перш за все, власне з країн ЄС.

1. *Abd-El-Rahman K.* Firms Competitive and National Comparative Advantages as Joint Determinants of Trade Composition. – Brussels, 2001

2. *Fontagne L. and Freundenberg M.* Intra-industry Trade: Methodological Issues Reconsidered. Document de travail du CEPII, № 97-01. – Copenhagen, 2002. 3. *Freundenberg M., Lemoine F.* Central and Eastern European Countries in the International Division of Labour in Europe. Document de travail du CEPII, № 01-05. – 97-01. – Copenhagen, 2001. 4. CEPII (2003): *Competitivite des Nations*. Economica. – Paris, 2003. 5. ECE – UN (2002): *Economic Survey of Europe*. – 2003. – № 1. 6. ECE – UN (2000): *Economic bulletin for Europe*. – 2003. – Vol. 49. 7. <http://www.sciencedirect.com/> 8. Comext (European economic data base)

Надійшла до редколегії 24.11.04

В.М. Вербенська, асп.

ОСОБЛИВОСТІ ПОШИРЕННЯ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ В ЕКОНОМІЦІ

Висвітлено актуальні питання зростання фінансової нестабільності. Проаналізовано основні теорії фінансової нестабільності, на основі яких виокремлено механізм розвитку нестабільності.

The article examines topical problems of financial instability increase. The basic financial instability theories are considered to work out the mechanism of financial instability development.

Економіка держави значною мірою залежить від процесів, які відбуваються в її фінансовій системі. Це зумовлює необхідність запобігання виникненню або поширенню наслідків фінансової нестабільності. Для підтримання необхідного рівня економічного зростання потрібно передбачати можливі шляхи впливу дестабілізуючих чинників на фінансову систему, а також виявляти недоліки у структурі і механізмах функціонування власне фінансової системи.

Фінансові аспекти нестабільності в економіці країн почали розглядатись дослідниками досить давно. Однак найбільш цілеспрямовано вони почали досліджуватись з ХХ ст. у зв'язку зі зростанням кількості криз і їх виходом за національні кордони. Початком таких досліджень став пошук фінансових механізмів розвитку великої депресії І.Фішером, М.Фрідманом та А.Шварц. Х.Ф.Мінські та Ч.Кіндлебергер розглядали фінансову нестабільність як складову циклічного розвитку економіки. Д.Даймонд та Ф.Дібвіг зосередили увагу на природі нестабільності в банківській системі. Дж.Шейфер, Дж.Гуттенгаг і Р.Геррінг досліджували механізми виникнення фінансової нестабільності в умовах невизначеності. Ф.Мишкін, К.Боріо, К.Фьорфайн, Ф.Лоув і Ф.Девіс розглянули різні аспекти поширення фінансової нестабільності в умовах асиметрії інформації. Нарешті, Ф.Девіс звернув увагу на зв'язок поведінки фінансових посередників зі зміною умов входження на фінансові ринки.

Отже, значна частина прикладів кризових явищ в економіці, пов'язаних з функціонуванням фінансової системи, була проаналізована дослідниками й узагальнена у вигляді теорій фінансової нестабільності. Ці теорії фактично розглядають різноманітні аспекти механізму появи і поширення нестабільності. З огляду на це, завданням цієї статті є визначення основних причин виникнення та закономірностей поширення фінансової нестабільності в національній економіці. З цієї метою варто більш детально зупинитись на зазначених теоріях фінансової нестабільності.

І.Фішер, намагаючись пояснити феномен великої депресії, розробив теорію дефляції боргу. Ця теорія ґрунтується на двох вихідних припущеннях: 1) в економіці існує початковий стан надлишкової внутрішньої заборгованості, номінальний обсяг якої є фіксованим; 2) має місце динамічний процес зниження загального рівня цін, тобто дефляція. Поєднання цих двох факторів становить механізм поширення негативних явищ у всій економіці під дією незначного початкового шоку (внутрішнього або зовнішнього). Такий шок спричиняє падіння довіри до кредитора та/або дебітора з наступною першою хвилею ліквідації боргів. Ця перша хвиля викликає феномен вимушених продажів, коли продаж активу відбувається не через вигідність ціни для продавця, а навпаки – через її загрозливу невідповідність (низькість). Вимушені продажі, у свою чергу, призводять до значного зниження цін на цінні папери та до скорочення банківських вкладів, викликаючи дефляційний ефект, який виявляється в підвищенні реального обсягу боргу. Це спричиняє хвилю банкрутств і подальше падіння рівня

цін, зростання боргу, зменшення продажу товарів за умов зростання витрат, зниження виробництва і доходів в економіці, зростання банкрутств і безробіття. Усе разом викликає стан недовіри і песимізму, який призводить до втечі від валюти і до поглиблення тезаврації. Тезаврація є найбільш небезпечним наслідком дефляції боргу, оскільки її найважче подолати. Вона відображається у: 1) скороченні швидкості обертання грошей; 2) падінні цін на активи. Довіра залишається лише до грошей як готівки, яка зберігається на руках у фізичному вигляді або переводиться в іноземну валюту. У крайньому випадку готівка може зберігатись у найбільш безпечних банках, кількість яких швидко скорочується. Однак навіть ці банки не можуть використовувати кошти на депозитах без дозволу вкладників, отримати який за таких умов неможливо [12; 22].

Таким чином, під дією реального економічного шоку в умовах дефляції боргу поступово відбувається повне припинення функціонування фінансової системи. З одного боку, фінансові ринки припиняють своє існування через майже повне знецінення фінансових активів і зникнення попиту на них, а фінансові посередники позбавляються змоги перерозподіляти фінансові ресурси в економіці, тобто втрачають джерело прибутку і стають банкрутами. З іншого боку, найбільшою і майже єдиною цінністю для фінансової системи стає готівка, доступ до якої поступово зростає.

Х.Ф.Мінські висунув гіпотезу фінансової нестабільності або крихкості, яка тісно пов'язана з циклічним розвитком економіки. Фаза похваллення ділового циклу ("стан спокійного зростання") стимулюється підвищенням оптимізму фірм, однак ризики кредитора (загроза неповернення позик) та ризики позичальника (загроза недостатності фінансових надходжень для сплати боргу і відсотків по ньому) є досить високими, оскільки ще відчувається вплив попередніх спаду і депресії (загалом ризики кредитора і позичальника відображають психологічну готовність суб'єктів здійснювати довгострокові капіталовкладення і є важливими елементами даної теорії, тому що їхня динаміка є причиною фінансових змін). Більша частина інвестицій фінансується за рахунок внутрішніх джерел, тобто в економіці переважає забезпечене фінансування (припливи готівки (мінус змінні витрати), що забезпечуються реальними активами підприємницького сектору, є достатніми для виплати загальних сум поточних фінансових зобов'язань (відсотки й амортизація боргу)). Фінансова система в економіці із забезпеченим фінансуванням є міцною. Чим довше економіка перебуває у стані спокійного зростання, тим більш оптимістичними стають очікування суб'єктів господарювання, і тим сильніше зменшуються ризики кредитора і позичальника. Фірма стає все більш схильними до інвестування, і через нестачу власних коштів вони змушені переходити на зовнішнє фінансування. Банки та інші фінансові інституції реагують на це, не лише збільшуючи кількість грошей в економіці, а й про-

понуючи якісно нові їх види. У цей період відбувається найбільша кількість фінансових інновацій, які змінюють кількість і якість грошей: змінюється структура грошей за рахунок появи все менш ліквідних квазігрошей, та збільшується кількість грошей та/або швидкість їх обігу. У результаті фінансових інновацій та зменшення ризиків кредитора та позичальника змінюється тип фінансування, що використовується фірмами при здійсненні інвестицій. Перехід фірм на надмірне зовнішнє фінансування відображається у: 1) спекулятивному фінансуванні (поточні припливи готівки є достатніми лише для сплати відсотків, але їх не вистачає на амортизацію боргу, отже, фірми мають вдаватися до нових позик); 2) "Понци" фінансуванні (поточних припливів готівки не вистачає ні на виплату відсотків, ні на амортизацію боргу – фірми вимушені збільшувати заборгованість) [1; 21]. Фірми, які використовують переважно останні два види фінансування, є крихкими, тобто мають властивість змінювати свою економічну поведінку під дією шоку, а отже, схильні до неплатоспроможності (саме у стані неплатоспроможності значно змінюється економічна поведінка фірм; фінансова крихкість фірми може вимірюватись мінімальною силою шоку, який здатен викликати ситуацію неплатоспроможності). Коли два наведені типи фінансування переважають в економіці, фінансова система стає крихою, нестабільність в економіці збільшується. Неплатоспроможність фірми А, яка заборгувала перед фірмою Б, підвищує фінансову крихкість Б і може призвести до її неплатоспроможності. За допомогою цього механізму неплатоспроможність може поширитись і на решту фірм в економіці [23]. У цій ситуації уникнути банкрутства можна лише шляхом реалізації власних капітальних активів. Однак масова реалізація капітальних активів призводить до падіння цін на них і на фінансові активи, що врешті спричиняє низку банкрутств насамперед у корпоративному секторі. Відбувається дефляція боргу. Сукупний попит падає, відбувається інвестиційний колапс, економіка переходить у фазу спаду. Погіршити економічну ситуацію в цій фазі та викликати тривалу депресію можуть дві тенденції: надмірне зростання ризиків кредитора та позичальника і надмірне падіння попиту на капітальні активи.

Отже, фінансова крихкість за гіпотезою Х.Ф.Мінського має два компоненти: 1) економіка стає менш здатною до поглинання шоків, ці шоки з більшою ймовірністю можуть викликати фінансову кризу і дефляцію боргу; 2) ризики позичальника і кредитора зростають, і це стримує обсяг інвестиційної активності, що фінансується за рахунок боргів. Підвищення ступеня фінансової крихкості економіки є невід'ємним елементом підвищувальної фази ділового циклу і процесу економічного зростання. А оскільки підвищення ступеня крихкості створює передумови для зміни кон'юнктурного підйому кризою, зростання має циклічну природу і не може бути рівномірним і збалансованим [1].

Для фінансової системи розглянута Х.Ф.Мінського ситуація означає 1) втрату частини активів фінансових посередників через неплатоспроможність корпоративного сектору і падіння цін на капітальні активи; 2) скорочення обсягів торгівлі на фінансових ринках і звуження сфери діяльності фінансових посередників через зменшення попиту на недостатньо ліквідні нові фінансові інструменти. Це означає зменшення доходів фінансових інституцій і падіння довіри до них. Найбільш слабкі інституції стають неплатоспроможними. Неплатоспроможність поширюється серед решти ослаблених спадом інституцій через балансів зв'язки.

Ч.Кіндлебергер, як і Х.Ф.Мінський, розглядав фінансову нестабільність як складову економічного циклу. Нестабільність, на його думку, зростає на завершальному етапі висхідної фази і розпочинає спадну фазу циклу. Наростання фінансової нестабільності відбувається в чотири етапи. Перший передбачає втрату стабільності у фінансовій або в усій економічній системі під дією потужного екзогенного шоку, який суттєво змінює перспективу дохідності одного

або більше секторів економіки. Відповідно до нових умов фінансова система розширює кредитування секторів з підвищеною дохідністю і скорочує обсяг позик менш дохідним секторам. Згодом така кредитна експансія стає спекулятивною через обмежену продуктивність секторів з підвищеною дохідністю. Під час другого етапу – ейфорії – кредитування є суто спекулятивним, сектори з підвищеною дохідністю швидко зростають, їхня очікувана дохідність є переоціненою. Має місце надмірне розширення обсягів торгівлі кредитами: попит на фінансові активи стимулює зростання цін на них, створюючи ще більший попит. Тобто досвідчені учасники ринку спекулюють, користуючись ситуацією, а нові приходять в очікуванні надзвичайно високих доходів. Усе це призводить до невідповідності між фінансовою системою і реальною економікою. Третій етап – фінансове виснаження – характеризується припиненням зростання цін на фінансові активи. Певний раптовий і неочікуваний фактор, наприклад банкрутство одного банку або підприємства з переоціненого сектору, змінює психологію учасників ринку. Вони починають розуміти, що ціни на фінансові активи є завищеними і скоро доведеться йти з ринку. Однак раптових змін, як правило, не відбувається, оскільки достатньо велика частина досвідчених учасників намагається доотримати прибуток, продаючи активи новим учасникам. Під час четвертого етапу – докорінної зміни – відбувається масовий відплив інвестицій з переоціненого сектору. Банки вимагають термінового повернення кредитів (що призводить до їх нестачі в зазначеному секторі) і намагаються швидко продати заставне майно, боячись втратити інвестовані суми. Це призводить до швидкого падіння цін на активи як заставні, так і переоціненого сектору, що відображається в суттєвих збитках для фінансової системи. Вкладники постраждалих банків втрачають довіру до фінансової системи і починають вилучати депозити. "Психологія натовпу", яка панує серед вкладників, призводить врешті до банківської паніки. Банки, у свою чергу, не маючи достатньої ліквідності для погашення своїх зобов'язань, стають неплатоспроможними [3; 13].

Таким чином, розглянута теорія аналізує вплив на фінансову систему надмірної залежності банків від окремого сектору реальної економіки. Така залежність в якийсь момент часу призводить до збитків у фінансовій системі, які спонукають вкладників до втрати довіри до банків і, як наслідок – до банківської паніки. Нестача ліквідності для погашення зобов'язань спричиняє неплатоспроможність більшості банків та їх банкрутство. Унаслідок цього фінансова система стає нездатною виконувати свої функції з перерозподілу ресурсів в економіці.

М.Фрідман та А.Шварц, досліджуючи причини Великої депресії, започаткували монетаристський підхід до фінансової нестабільності, зокрема до банківських панік. Вони виявили, що крім реальних факторів на фінансову систему того часу негативно впливали і монетарні. Органи державної влади (Федеральна резервна система) були неспроможні підтримувати постійні темпи зростання грошової маси в економіці, а натомість проводили обмежувальну політику, яка викликала скорочення грошової маси. Через це виник брак ліквідності у фінансовій системі і скорочення депозитів у банках, що спричинило банкрутство найменш стійких банків. Федеральна резервна система не виступила у ролі кредитора останньої інстанції, внаслідок чого виникла недовіра до решти фінансових інституцій з наступною банківською панікою [4; 6; 7].

Отже, на думку монетаристів, фінансова нестабільність у вигляді банківських панік є наслідком втрати населенням довіри до банків стосовно їх спроможності переводити депозити у грошові кошти. Це може викликати банкрутством певної важливої інституції внаслідок неспроможності влади проводити стійку і передбачувану монетарну політику. Раптові кардинальні зміни в економічній політиці є, по суті, непередбачуваними, отже викликана ними криза є виразом надзвичайно точних попередніх оцінок ризиків, що вже стали недейсними.

Д.Даймонд та Ф.Дібвіг вивчали нестабільність у банківській системі, а саме – феномен масового вилучення вкладів з банків. Вони прийшли до висновку, що на фінансових ринках існує кілька станів рівноваги. У банківській системі існують незастраховані депозити до запитання, які здатні надати банкам ліквідність, однак одночасно роблять їх вразливими до набігів. Банки трансформують неліквідні активи, пропонуючи зобов'язання з розподілом доходів у часі, відмінним від того, який забезпечують неліквідні активи. Тобто банки змушені використовувати механізми трансформації строків погашення зобов'язань, адже їхні пасиви є, як правило, короткостроковими, а активи – довгостроковими. Саме застосування таких механізмів характеризується кількома станами рівноваги. Отже, неліквідність активів створює передумови як для власне існування банків, так і для їх вразливості до набігів. Коли довіра підтримується, існує ефективний розподіл ризиків, оскільки за цієї "хорошої" рівноваги вкладнику не вигідно вилучати кошти з банку. Однак у будь-який момент будь-який випадковий, але відомий усім, чинник може спричинити зсув в очікуваннях вкладників, що призводить до втрати довіри до банків. У разі зменшення довіри виникає рівновага масового вилучення вкладів: якнайшвидше вилучення депозитів є вигідним для вкладників, оскільки активів банку може не вистачити на повернення всіх депозитів. Банки змушені продавати всі свої активи, навіть якщо не всі вкладники вилучають депозити, оскільки терміновий продаж активів є збитковим. Набіг відбувається навіть тоді, коли вкладники не впевнені в неминучості банкрутства конкретного банку, тому постраждати можуть і здорові платоспроможні інституції [7; 11; 12].

Отже, масове вилучення вкладів відбувається, якщо агенти поклали певні кошти на депозити за часів низької ймовірності вилучення, але згодом їхні очікування щодо можливості негативних наслідків зростають через певні несприятливі зміни.

Д.Шейфер слідом за *Ф.Найтом* розглядає фінансову нестабільність через призму невизначеності. Невизначеність є основною характеристикою фінансової нестабільності. Невизначеність притаманна майбутнім подіям (наприклад, фінансовим кризам, змінам режимів монетарної політики тощо), які не можуть бути зведені до об'єктивних ймовірностей (наприклад, циклічних подій), і здатна створювати можливості для отримання необґрунтованих прибутків або ж збитків на конкурентних ринках. Наприклад, поведінка ринків щодо нових фінансових інструментів може підпадати під невизначеність. Реакція на невизначеність, наприклад, з боку осіб, відповідальних за надання кредитів у банках, може створювати суб'єктивні ймовірності для невизначених подій і підвищувати премію за ризик. Однак агенти схильні оцінювати згадані невизначеності, виходячи з поведінки інших ("стадність"), що може врешті призвести до системної фінансової нестабільності, адже однією з ознак стадності є те, що індивідуальні низькоризикові стратегії разом можуть підвищити системну крихіткість. В умовах невизначеності несприятливі події можуть спричинити безпідставне зменшення довіри на ринках і призвести до різкого підвищення нестабільності. У свою чергу ефекти невизначеності та зменшення довіри можуть викликати падіння споживання та інвестування порівняно з доходами і в такий спосіб поширити вплив кризи на всю економіку [7; 9].

Таким чином, початковий стан невизначеності у фінансовій системі здатний під впливом будь-якого фактора змінювати суб'єктивні оцінки її учасників, а за допомогою стадної поведінки – швидко поширювати будь-які тенденції розвитку подій, враховуючи і підвищення нестабільності, по всій системі. Невизначеність тісно пов'язана з довірою і здатна спричинити неадекватну реакцію учасників фінансової системи на будь-яку зміну обставин.

Д.Гуттенберг та Р.Геррінг пропонують теорію раціонування кредитів, яка полягає в тому, що висока фінансова нестабільність характеризується раптовим підви-

щенням раціонування (встановлення квот на надання чи отримання) кредитів. У рамках цієї теорії розмежовуються систематичні ринкові ризики, такі як рецесії та фінансові кризи, які характеризуються набагато більшою невизначеністю. У випадках рецесії, як правило, попередні оцінки ризиків є достатньо точними, оскільки такі явища зустрічаються досить часто і загалом добре відомі. Цього не відбувається в умовах фінансових криз або інших невизначених явищ. Конкуренція може витіснити з ринку розсудливих кредиторів, які не витримують тиску інших, що нехтують імовірністю підвищення нестабільності через незнання або сподівання отримати конкурентні вигоди. Крім конкуренції, діють психологічні та інституційні фактори, що разом спричиняють зменшення очікувань зростання фінансової нестабільності в періоди спокою і можуть призвести до скорочення капітальних позицій, розхитування рівноважної ціни, кількісного раціонування кредитів і, таким чином, підвищити вразливість кредиторів до шоків, у той час, коли наявний імовірнісний розподіл шоків залишається незмінним. Очікування і реальність можуть значно відрізнятись у періоди спокою, до поки фінансовий шок не призведе до раптового підвищення раціонування кредитів [7].

Таким чином, вплив раптового фінансового шоку на фінансову систему з високим ступенем невизначеності і низькими очікуваннями зростання нестабільності призводить до швидкого раціонування кредитів і, як наслідок, до підвищення нестабільності. Це відбувається внаслідок низької стійкості фінансових інституцій, яка сформувалась через надзвичайно сприятливі очікування.

Ф.Мишкін розглядає фінансову нестабільність у контексті теорії асиметричної інформації та агентських витрат. Проблеми кредитування, пов'язані з існуванням асиметрії інформації між позичальником та кредитором (несприятливий вибір та недобросовісна поведінка), можуть призвести до різкого скорочення кредитів і до фінансової нестабільності. Фінансова нестабільність трапляється, коли шоки, які діють на фінансову систему, взаємодіють з інформаційними потоками в ній таким чином, що фінансова система більше не може виконувати свою функцію з перерозподілу фондів до агентів з можливостями продуктивного інвестування. На думку *Ф.Мишкіна*, існують чотири основні фактори, здатні збільшити проблеми асиметрії інформації. Першим фактором є погіршення балансів фінансових інституцій, яке призводить або до залучення нового капіталу (що є проблематичним), або до вимоги про повернення наданих ними позик і до вилучення депозитів їхніми вкладниками. Останні два явища ще більше погіршують баланси фінансових інституцій і спричиняють їх неплатоспроможність, яка за відсутності мережі фінансової безпеки передається по всій фінансовій системі за рахунок ефекту зараження. Другим фактором є зростання відсоткових ставок, яке відображається у, по-перше, витісненні більш розсудливих позичальників з ринку і зростанні високоризикових інвестиційних проектів, що спонукає позикодавців скорочувати обсяги кредитування; по-друге, зменшенні чистої вартості фінансових інституцій. Третім фактором є збільшення невизначеності, яке ускладнює оцінку якості позичальників, через що фінансові інституції стають більш схильними до обмеження обсягів фінансування. Четвертим фактором є погіршення балансів підприємств нефінансового сектору, яке негативно впливає на баланси фінансових інституцій шляхом: 1) безпосередньо неповернення позик; 2) падіння цін заставних активів; 3) падіння чистої вартості підприємств нефінансового сектору. До погіршення балансів підприємств нефінансового сектору призводять обвал ринку активів, зміна відсоткових ставок, несподівані зміни темпів інфляції та несподіване зниження обмінного курсу національної валюти [18; 19].

Таким чином, у розвинених країнах погіршення балансів фінансових інституцій, зростання відсоткових ставок,

збільшення невизначеності та погіршення балансів підприємств нефінансового сектору в умовах асиметричної інформації призводить до загострення проблем несприятливого вибору та недобросовісної поведінки, до спаду ділової активності та врешті – до банківської кризи. Остання ще більше загострює проблеми асиметрії інформації, знижує ділову активність, спричиняє зменшення рівня цін тощо. У країнах, що розвиваються, погіршення балансів фінансових інституцій, зростання відсоткових ставок, збільшення невизначеності та погіршення балансів підприємств нефінансового сектору в умовах асиметричної інформації призводить до загострення проблем несприятливого вибору та недобросовісної поведінки, валютної кризи, спаду ділової активності та банківської кризи.

Разом із тим *К.Боріо*, *К.Фьорфайн* та *Ф.Лоув* вважають асиметрію інформації між кредитором і позичальником основною причиною проциклічності фінансової системи через неадекватну оцінку ризиків [5].

Ф.Девіс розглядає фінансову нестабільність у контексті проблеми принципала-агента, яка виникає у стосунках між менеджерами інституційних інвесторів та їхніми клієнтами. В умовах невизначеності зазначена проблема призводить до того, що подія, оцінена як несприятлива хоча б одним інвестором, може спричинити значні коливання цін та обсягів торгівлі на фінансових ринках, до неліквідності фінансових ринків та до втрати переваг диверсифікації, що врешті може негативно відобразитись на балансах власне інституційних інвесторів [8].

Галузевий аналіз, запропонований *Ф.Девісом*, демонструє вплив змін умов входження на фінансові ринки на рівень фінансової нестабільності. Зниження вхідних бар'єрів може відбуватись унаслідок дерегулювання, технічного прогресу або ринкових змін, які призводять до зменшення неопуклих витрат входження на ринок. Усе це може спонукати вже існуючих учасників ринку підвищувати конкуренцію, щоб не допустити входження інших. Як правило, трапляється так, що зміни вхідних бар'єрів не просто спричиняють скорочення доходів та/або обмеження здатності отримувати надлишкові доходи. Одночасно з цим зменшення спредів та збільшення кількості кредитів виходять за рівноважний рівень (який передбачає, що фінансові інституції можуть отримувати нормальні доходи від своєї діяльності в середньому протягом всього циклу), залишаючи фінансові інституції вразливими до фінансової нестабільності. Згідно з цією теорією, на ринках можуть спостерігатись такі явища. По-перше, у міру того, як нові учасники, що ввійшли на фінансовий ринок, змушують позичальників залишати старі кредитні зв'язки або пропонують екстракредити, зв'язки на основі зібраної інформації слабшають, а сама інформація втрачає своє значення. По-друге, нові учасники можуть підвищувати ступінь невизначеності на ринку. Старі учасники не в змозі точно передбачити ринкову поведінку нових за умов зміни обставин, і їхні наявні знання про динаміку ринку можуть стати менш корисними. Нові учасники не мають ринкового досвіду і відчувають ще більшу невизначеність, тому вони дуже схильні до стадної поведінки. Якщо ринок є новим або зазнав лібералізації, то всі учасники перебувають в умовах високої невизначеності і поводять себе, як нові учасники. По-третє, конкуренція може змушувати інституції формувати неадекватні відносно ступеня ризиків та невизначеності подій резерви, оскільки інституції, що формують адекватні резерви, витісняються з ринку тими, які нехтують цим через незнання або сподівання отримати конкурентні переваги. Особливо схильні до останнього варіанта поведінки нові учасники. По-четверте, достатньо вузькі часові рамки планування своєї діяльності змушують фінансові інституції не звертати уваги при загальній оцінці ризиків на систематичні ризики (такі, наприклад, як економічний цикл). За умов конкуренції це призводить до зниження розсудливих стандартів на

всьому ринку. По-п'яте, конкуренція за частку на ринку може спричиняти кумулятивне зниження цін на цьому ринку, але допоки учасники не будуть нести збитки. Така конкуренція буде існувати, якщо учасники можуть субсидувати свої операції за рахунок прибутків на інших ринках, і якщо немає безпосередньої небезпеки поглинань [7].

М.Кілі виявив, що дерегулювання (тобто скасування або зниження бар'єрів для входу на ринок, лібералізація механізму визначення відсоткових ставок по зобов'язаннях тощо) також призводить до надлишкового залучення ризиків фінансовими інституціями. Їхні традиційні сфери діяльності та привілеї обмежуються, і вони вимушені шукати додаткові джерела прибутку, за цих умов підвищення ризиковості операцій виявляється досить привабливим. Даний ефект може підсилюватись неадекватною мережею фінансової безпеки [7].

Таким чином, зниження бар'єрів входження на ринок у поєднанні з підвищенням конкуренції призводить до посилення фінансової нестабільності за рахунок руйнування баз даних та накопиченої інформації, підвищення ступеня невизначеності, формування недостатніх резервів, зниження розсудливих стандартів та навмисного зниження цін на ринку. Перелічені чинники в кінцевому підсумку негативно відображаються на балансах фінансових інституцій-учасників ринку і можуть спричинити їх неплатоспроможність.

Узагальнення шляхів підвищення нестабільності, які розглядаються проаналізованими в цій статті теоріями, дає можливість виокремити загальний механізм зростання фінансової нестабільності. Розвиток фінансової нестабільності можна розділити на три етапи. Перший етап включає безпосередній вплив певного чинника на один або кілька складових елементів фінансової системи. Для того щоб цей вплив був відчутний, внутрішній стан фінансової системи має бути крижким (що відображається багатьма теоріями фінансової нестабільності). Як правило, на практиці будь-який початковий стан фінансової системи може виявитись крижким, оскільки чим більша сила шоку, який діє на систему, тим більше виявляється недоліків у її структурі, функціонуванні та регулюванні. Фактори впливу (або шоки) можна класифікувати за їх передбачуваністю на випадкові чи об'єктивно зумовлені явища, за їх природою – на фінансові (монетарні), нефінансові (реальні економічні, політичні, інформаційні тощо) та комплексні, за їх походженням – на внутрішні та зовнішні. З іншого боку, шоки можна також класифікувати на: цінні (пов'язані з відсотковими ставками, валютним курсом, товарами тощо) шоки; шоки ліквідності (пов'язані з доступом до ринку); шоки, пов'язані з якістю кредитів і макроекономічним середовищем; шоки, пов'язані з фінансовою інституційною структурою (наприклад, ті, що пов'язані з еволюцією фінансових ринків та інструментів, зі зміною системи регулювання, зі змінами попиту і пропорцій на активи) [15].

Отже, на першому етапі розвитку фінансової нестабільності залежить від розміру і виду шоку та характеристик початкового внутрішнього стану фінансової системи. Запобігти дестабілізуючому впливові виявляється практично неможливим, однак органи нагляду та регулювання можуть послабити його, завдяки постійному вживанню заходів для зменшення крижкості фінансової системи, а також швидкому адекватному реагуванню на шоки.

Початком другого етапу є втрата одними учасниками фінансової системи довіри до інших або до системи в цілому, що викликає зміну у напрямках руху кредитних потоків. На цьому етапі відбувається зростання фінансової нестабільності за рахунок поширення шоку через зв'язки у фінансовій системі двома каналами – кредитним та інформаційним [2; 10; 16; 17; 20].

Кредитний канал існує у формі прямих і непрямих взаємозв'язків між фінансовими інституціями. Прямий взає-

мозв'язок полягає у міжфірмових балансових і позабалансових експозиціях, враховуючи зв'язки через платіжні та розрахункові системи, міжбанківські ринки та ринки деривативів. Прямий взаємозв'язок передбачає безпосереднє понесення збитків однією фінансовою інституцією-учасником угоди в разі невиконання своїх зобов'язань іншою фінансовою інституцією. Непрямий взаємозв'язок полягає в експозиціях до нефінансового сектору та фінансових ринків. Він передбачає понесення збитків фінансовою інституцією-учасником угоди в разі невиконання своїх зобов'язань підприємствами нефінансового сектору або в разі раптових коливань цін на фінансові чи нефінансові активи, якими володіє фінансова інституція.

Інформаційний канал існує у формі передачі інформації про структурні одиниці (фінансові інституції або ринки) фінансової системи. Поширення впливу може відбуватись у формі: 1) чистого зараження, коли інформація про структурну одиницю фінансової системи впливає на решту пов'язаних і непов'язаних з нею складових; 2) "галасливого" зараження, коли інформація про структурну одиницю фінансової системи впливає на низку пов'язаних з нею спільними ознаками складових. Інформаційний канал передбачає понесення збитків фінансовими інституціями через вилучення з них коштів або обмеження їх надходження внаслідок втрати до них довіри через негативну інформацію про інші пов'язані чи непов'язані з ними інституції. Для фінансових ринків дія інформаційного каналу полягає в кореляції коливань цін на фінансові активи. Тобто інформація про зміну цін на один фінансовий актив призводить до зростання очікувань щодо зміни цін на інший фінансовий актив, що врешті і відбувається завдяки стадній поведінці учасників ринків.

Поширення шоку в кінцевому підсумку завжди спричиняє відплив фондів з фінансової системи. Це, у свою чергу, призводить до неліквідності та неплатоспроможності фінансових інституцій, а за відсутності державного втручання (наприклад, у формі реалізації функцій кредитора останньої інстанції) – і до їх банкрутств. Якщо банкрутств уникнути не вдалось, то наслідки фінансової нестабільності поширюються на решту економіки трьома каналами [14]: 1) збої у платіжних системах (банкрутства платоспроможних однак неліквідних фірм); 2) збої у кредитних потоках (скорочення пропозиції фондів для фінансування прибуткових інвестиційних можливостей у реальній економіці); 3) падіння цін на активи. Усі вказані фактори ведуть до банкрутства фінансових та нефінансових інституцій і домогосподарств, які викликають спад ділової активності, зменшення добробуту та зростання невизначеності.

Таким чином, можна виділити принаймні дев'ять самостійних теорій фінансової нестабільності. І.Фішер дослідив процеси, що відбуваються в економіці за умов зниження загального рівня цін на тлі надлишкової внутрішньої заборгованості. Ф.Х.Мінські зосередив увагу на закономірностях зміни видів фінансування залежно від фаз ділового циклу і їх зв'язок з поширенням неплатоспроможності в економіці. Ч.Кіндлебергер проаналізував поведінку учасників фінансових ринків протягом різних фаз ділового циклу в умовах залежності банків від окремого сектору реальної економіки. М.Фрідман та А.Шварц розглянули виникнення банківських панік в умовах неадекватної грошово-кредитної політики держави. Д.Даймонд і Ф.Дібвіг обґрунтували можливість існування стану множинної рівноваги в банківській системі за умов невідповідності термінів погашення активів і зобов'язань банків. Дж.Шейфер проаналізував феномен невизначеності як причину та рушійну силу поширення фінансової нестабільності. Дж.Гуттенга і Р.Геррінг довели, що невизначеність у поєднанні з впливом будь-якого шоку здатна призвести до раціонального кредитиву і, відповідно, до зростання фінансової нестабільності. Ф.Мишкін розглянув

причини дестабілізуючої поведінки фінансових посередників в умовах асиметрії інформації. К.Боріо, К.Фюрфайн і Ф.Лоув, а також Ф.Девіс розширили теорію Ф.Мишкіна, розглядаючи асиметрію інформації як причину проциклічності фінансової системи та проблеми принципала-агента. Ф.Девіс дослідив поведінку фінансових посередників при зміні умов входження на фінансові ринки як причину підвищення фінансової нестабільності.

Аналіз зазначених теорій дає змогу виокремити процеси, які є спільними для більшості випадків фінансової нестабільності в економіці. Появу й розвиток цих процесів можна розподілити на три основних етапи. На першому відбувається вплив дестабілізуючого чинника на відносно крихку фінансову систему. Другий етап охоплює зниження довіри у фінансовій системі та поширення впливу дестабілізуючого чинника кредитним та інформаційним каналами. Третій етап включає виникнення неліквідності та неплатоспроможності фінансових інституцій, а зрештою і їх банкрутств, та поширення кризових явищ на інші сектори економіки. Зазначені етапи є складовими елементами механізму зростання фінансової нестабільності в економіці.

1. Розмаїнський І.В. "Гіпотеза фінансової нестабільності" Минск: теория делового цикла XXI века // <http://ie.boom.ru/Rozmainsky/fragilation.htm>.
2. Allen F., Gale D. Comparative Financial Systems: A Survey, University of Pennsylvania, Wharton School, Financial Institutions Center, Working Paper 01-15. – Levistown, 2001. – P. 49–51.
3. Allen F., Gale D. Optimal Financial Crises, University of Pennsylvania, Wharton School, Financial Institutions Center, Working Paper 97-01. – Levistown, 1996. – P. 19–24.
4. Bernanke B.S. Friedman's Monetary Framework: Some Lessons, Federal Reserve Bank of Dallas, Paper Presented at the Conference The Legacy of Milton and Rose Friedman's "Free to Choose": Economic Liberalism at the Turn of the 21st Century, October 23–24. – Dallas, 2003. – P. 5.
5. Borio C., Furfine C., Lowe Ph. Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options, BIS Papers № 1. – Basel, 2001. – P. 1–3.
6. Chapman T.L. Monetary Failures of the Great Depression, The Park Place Economist. – Park Place. 2000. – Vol. 8. – P. 30–34.
7. Davis Ph.E. Financial data needs for macroprudential surveillance –What are the key indicators of risks to domestic financial stability? Handbooks in Central Banking, Lecture Series № 2. – London, 1999. – P. 4–8.
8. Davis, Philip E. The Role of Institutional Investors in The Evolution of Financial Structure and Behaviour, Reserve Bank of Australia, Conference Volume "The Future of the Financial System". – London, 1996. – P. 80–81, 87–88.
9. Davis Ph.E. Towards a Typology for Systemic Financial Instability, Brunel University and NIESR. – London, 2003. – P. 3.
10. De Nicolò G., Kwast M.L. Systemic Risk and Financial Consolidation: Are They Related? Basel, 2001. – P. 3.
11. Diamond D.W., Dybvig Ph.H. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, The University of Chicago // Journal of Political Economy. – 1983. – № 91(3). – P. 299–314.
12. Evans O., Leone A.M., Gill M., Hilbers P. Macroprudential Indicators of Financial System Soundness, IMF Occasional Paper, 192. – Washington, 2000. – P. 13–14.
13. Fitzherbert R. The Identification and Measurement of Speculative Risk, The Institute of Actuaries of Australia, 25 August 2003. – Melbourne, 2003. – P. 4–6.
14. Group of Ten, Report on Consolidation in the Financial Sector, Bank for International Settlements, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development. – Paris, 2001. – P. 127.
15. Johnston B.R., Chai J., Schumacher L. Assessing Financial System Vulnerabilities, IMF Working Paper, 76. – Washington, 2000. – P. 5.
16. Lai A. Modelling Financial Instability: A Survey of the Literature, Bank of Canada, Working Paper, 2002-12. – Ottawa, 2002. – P. 3.
17. Litan R.E. Institutions and Policies for Maintaining Financial Stability, in Maintaining Financial Stability in a Global Economy (Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City). – Kansas, 1997. – P. 257–297.
18. Mishkin F.S. Global Financial Instability: Framework, Events, Issues // Journal of Economic Perspectives. – 1999. – Vol. 13, № 4. – P. 3–20.
19. Mishkin, Frederic S. The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers, in Maintaining Financial Stability in a Global Economy (Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City). – Kansas, 1997. – P. 55–96.
20. Outecheva N. Banking Systems and Financial Stability, University of St. Gallen, Doctoral Seminar Paper. – Sydney, 2003. – P. 17–18.
21. Papadimitriou D.B., Wray L.R. Minsky's Analysis of Financial Capitalism, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper № 275. – New Bedford, 1999. – P. 3–7.
22. Pavanelli G., Irving Fisher e la Grande Depressione, Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie "G. Prato", Università di Torino. – Torino, 2001. – P. 4–10.
23. Vercelli A. Minsky, Keynes and the structural instability of a sophisticated monetary economy, Quaderni n. 248 – Marzo 1999, Università degli Studi di Siena, Dipartimento di Economia Politica. – Siena, 1999. – P. 12.

Надійшла до редколегії 23.11.04