

## «ГІПОТЕЗА ФІНАНСОВОЇ КРИХКОСТІ» ЯК МЕТОДОЛОГІЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ДЕРЖАВНОЇ АНТИЦИКЛІЧНОЇ ПОЛІТИКИ

ДЕЛЮК Ю.М., К.Е.Н., ДОЦЕНТ,  
ПОЛТАВСЬКА ДЕРЖАВНА АГРАРНА АКАДЕМІЯ

*В статті розглядається посткейнсіанська парадигма циклу і «гіпотеза фінансової крихкості» Х. Мінські, які враховують взаємозв'язок фінансового і реального секторів економіки через систему фінансування інвестицій. Обґрунтовується необхідність їх використання для формування теоретико-методологічних засад ефективної вітчизняної антициклічної політики.*

*The article is devoted to the post–Keynesian cycle paradigm and Hypothesis of financial fragility by H. Minsky, as they consider interrelation between the financial and real economic sectors by the system of investments' financing. There is proved the necessity of these hypothesis' using for the forming of theoretical and methodological basements of the effective anticyclic policy.*

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Світова криза, що розпочалася в 2008 році, скільки б фахівці не підкреслювали її унікальність, має закономірний характер – хоча б тому, що знаменує перехід від висхідної до спадної фази чергової «довгої хвилі». Але констатації самого факту закономірного характеру сучасної кризи замало – необхідно пояснити внутрішній механізм її утворення та розвитку, оскільки таке пояснення виступає методологічною базою ефективної антициклічної політики держави.

В сучасному мейнстрімі економічної думки знайти релевантне тлумачення механізму виникнення кризи та циклічного розвитку в цілому досить важко [4, с.56], оскільки цикли, зазвичай, пояснюються як відхилення від певного тренду економічного зростання і розглядаються в контексті теорій економічного росту. Між тим, як на нашу думку, циклічний розвиток має самостійне значення, а не є звичайним коливанням навколо визначеного тренду; отже, сам тренд може бути визначений в історичному аспекті як результат минулого розвитку, і є невизначеним в чітких межах по відношенню до майбутнього. Особливості реалізації кожної фази циклу в конкретний період історичного часу зумовлюють специфіку формування тренду розвитку. Таким чином, заходи державного антициклічного регулювання та їхній вплив на процеси протікання тієї чи іншої фази циклу самі стають факторами, що зумовлюють формування

загального тренду. Тому обґрунтована антициклічна політика держави має величезне значення не тільки для забезпечення макроекономічної рівноваги в теперішньому періоді, а й для формування адекватного тренду економічного розвитку в майбутньому, враховуючи фактор невизначеності та багатоваріантності реалізації економічних закономірностей.

Циклічність як прояв економічної динаміки знаходиться в центрі уваги лише посткейнсіанської парадигми. Тому саме до посткейнсіанства сьогодні все частіше звертається економічна наука з метою прояснити механізм виникнення сучасної кризи і визначити релевантні напрямки формування антициклічної політики [1]. При цьому посткейнсіанська теорія ділових циклів майже не розглядається у вітчизняній економічній теорії, не говорячи вже про її використання як методологічної основи для формування ефективної антициклічної політики.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Моделі циклу в посткейнсіанській парадигмі розроблені Х.Ф.Мінські, І.Бондом, Дж.М.Еластом, Д.Деллі Гатті, М.Галлегаті, А.Гардіні. Дослідження особливостей економічної кризи в російській економіці в контексті посткейнсіанських моделей циклу проводиться в працях Несвітайлової А., Скоробогатова А., Столбова М., Розмаїнського І. Але проблеми, пов'язані із формуванням вітчизняної ефективної антициклічної політики на методологічній основі посткейнсіанської парадигми циклу (в першу чергу – в межах «гіпотези фінансової крихкості»), на жаль, залишаються поза увагою українських економістів.

**Постановка завдання.** Метою даної статті є обґрунтування необхідності використання посткейнсіанської парадигми циклу в цілому та «гіпотези фінансової крихкості» Мінські зокрема як методологічної основи формування релевантної державної вітчизняної антициклічної політики.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Господарська практика країн світу яскраво демонструє, що цикли, які мають місце в реальній економіці, тісно пов'язані із фінансовою сферою. При цьому особливого значення набуває саме та сукупність взаємовідносин, яка пов'язана із фінансуванням інвестицій у основний капітал. Незважаючи на це, майже всі моделі економічного циклу, які створювалися в межах мейнстріму економічної думки (модель мультиплікатора–акселератора, модель реального ділового циклу тощо) залишали поза увагою проблеми фінансування інвестицій, тобто проблеми взаємодії виробничих одиниць із банківською

сферою, фондовим ринком тощо. Цей недолік було усунено в працях американського економіста Хаймена Філіпа Мінскі, який розробив модель циклу, що отримала назву «гіпотеза фінансової крихкості» [5]. «Гіпотезу фінансової крихкості» Мінскі часто називають «гіпотезою фінансової нестабільності». «Фінансова крихкість» означає, що економіка поступово втрачає здатність до поглинання шоків – отже, шоки із зростаючою вірогідністю можуть викликати фінансову кризу і спонукати розвиток боргової інфляції. Системна крихкість фінансової системи країни значною мірою визначається існуючою системою фінансових інститутів та механізмів. З іншого боку, вона залежить від тієї форми інвестиційного фінансування, яка переважає в практиці господарювання в даних конкретних історичних умовах розвитку національної економіки. Мінскі виділив три принципово різні форми інвестиційного фінансування, які і зумовлюють, на думку пост кейнсіанців, дію механізму циклічного розвитку. За критерій виділення цих трьох форм взято співвідношення між грошовими надходженнями від нормальних операцій та платіжними зобов'язаннями, зумовленими існуванням боргу.

Першою формою інвестиційного фінансування за Мінскі є забезпечене (хеджеве) фінансування. Така форма притаманна консервативному підходу в оцінюванні ризиків і передбачає перевищення очікуваного валового доходу над вихідними грошовими потоками по погашенню заборгованості у будь-який період часу в майбутньому. Друга форма фінансування базується на спекулятивному фінансуванні, коли протягом певного періоду часу боргові зобов'язання вищі за очікувану величину валового доходу. В цьому випадку здійснюється рефінансування: нові запозичення спрямовуються на погашення вже існуючих зобов'язань. Третя форма інвестиційного фінансування є так зване Понці-фінансування, коли нові запозичення необхідні для виплати процентів по минулому боргу. Майже для всіх короткострокових періодів грошові зобов'язання по виплаті процентів не покриваються очікуваними доходами і виникає ситуація, коли борг зростає, навіть якщо не здійснюється придбання нових активів, здатних приносити дохід.

Загальний стан економіки залежить від того, яка форма фінансування переважає. Перехід від першої форми до інших означає зростання рівня фінансової крихкості; перехід у зворотному напрямку (від третьої – до другої або першої форми інвестиційного фінансування) – навпаки, означає зростання фінансової стійкості економічної системи. Перехід від стійкої фінансової структури до

крихкої значною мірою зумовлюють галузеві зрушення в економіці, загальної фінансово-економічної ситуації в макроекономічному аспекті, очікуваннями підприємців, домогосподарств та інвесторів [2]. У періоди поживалення та піднесення питома вага короткострокового запозиченого капіталу в структурі джерел фінансування фірм зазвичай зростає, а частка готівкових грошей – зменшується. Панування оптимістичних очікувань у суб'єктів господарювання призводить до необ'єктивного зниження ними допустимого рівня ризику, що в свою чергу провокує збільшення спекулятивного та Понці-фінансування. Створення «фінансової бульбашки» є умовою подальшої фінансової кризи. Адже фірмам, в респі-респі, стає необхідно набагато більше готівки, ніж можна отримати із звичайних джерел, і вони вимушені звертатися до інших шляхів: наприклад, ліквідувати ринкові позиції. Але «тією мірою, якою бізнес залучає ресурси за рахунок фінансових активів, кожна ліквідована на фінансовому ринку позиція відсікає підприємства реального сектору від інвестиційних каналів. Така фінансова нестабільність може привести до серйозного занепаду виробництва та зайнятості» [1, с. 103].

В той же час крихкість фінансової системи не залежить виключно від співвідношення боргових зобов'язань та грошових надходжень. За Мінські, необхідно враховувати фінансові інновації: нові фінансові інструменти та інститути порушують економічну рівновагу, що склалася, і впливають на особливості реалізації кожної фази циклу. Той факт, що борг знаходиться в руках у фінансових посередників, породжує ситуацію, коли негативні зміни в одній галузі через фінансовий сектор передаються в інші. Фінансові посередники та нові фінансові деривативи слугують тією «передавальною системою», яка трансформує загрозливі зміни, що виникають у більш крихких секторах економіки, до менш крихких секторів. Фази поживалення та піднесення характеризуються нагромадження боргів, а фази кризи та депресії – нездатністю боржників розрахуватися по взятих зобов'язаннях [3, с.83].

Таким чином, зародкові елементи кризи починають з'являтися ще у фазах процвітання, а спекулятивні «фінансові бульбашки» виконують роль каталізаторів немінучих фінансових криз.

В зв'язку з таким підходом до пояснення механізму та форм прояву економічного циклу виникає чітко окреслений перелік вимог до державної антициклічної політики. Перш за все, така політика повинна забезпечити жорстку фінансову структуру, потужні фінансові інститути та спрямувати еволюцію фінансової системи, адже

неконтрольовані фінансові рішення стимулюють різке підвищення цін на активи. Досягти цього можна за допомогою потужного Центрального банку, який виступав би у ролі кредитора останньої інстанції і міг запобігти фінансовій кризі шляхом надання необхідних кредитів для підвищення рівня ліквідності суб'єктів господарювання. Оскільки фінансові інновації та виникнення нових каналів кредитування мають дестабілізуючий вплив на економічний розвиток, остільки державна антициклічна політика повинна координувати процес поширення таких каналів та нових фінансових інструментів.

Замість традиційних заходів грошово-кредитної політики, які є неефективними для антициклічного регулювання внаслідок ендогенної природи сучасних грошей, необхідним є формування бюджету із великою часткою витрат та оподаткування в ВВП. За допомогою експансіоністської фіскальної політики у кризові періоди держава має можливість підтримувати сукупний попит, і, відповідно, прибуток підприємців на такому рівні, який дозволяє фірмам виконувати свої зобов'язання перед кредиторами.

Проведення такої антициклічної політики, на думку Мінські, дозволить суттєво зменшити амплітуду руйнівних циклічних коливань. В той же час зрозуміло, що подібна політика держави стимулюватиме зростання фінансової крихкості економіки, оскільки суб'єкти економічної діяльності матимуть стимул для переходу до спекулятивного та Понці-фінансування внаслідок подальшого зниження оцінюваного рівня ризику. Взаємовідносини між суб'єктами господарювання та державою стануть подібними відносинам між страховиком і страхувальником, коли той факт, що страхових гарантовано відшкодує збитки, провокує страхувальника до необгрунтованого підвищення ризику настання страхової події. Аналогічно дії держави для підвищення ліквідності фінансових установ з метою запобігання кризи можуть спровокувати таку поведінку як фірм, так і фінансових посередників, яка спрямована на зростання незабезпеченого (спекулятивного) фінансування.

Таким чином, існує загроза за допомогою державної антициклічної політики не тільки не досягти пом'якшення впливу циклічних коливань, а й навпаки – «загнати проблему всередину» і спровокувати спіралеподібне зростання спекулятивного фінансування, що, в свою чергу, призведе до постійного нарощування фінансової крихкості економіки з усіма негативними наслідками цього процесу. Щоб не допустити такого сценарію розвитку економічної ситуації, необхідно мати розроблену стратегію та альтернативні варіанти

тактики антициклічного регулювання, які б враховували можливості використання різноманітних важелів та інструментів оперативного втручання держави в процесі формування та розвитку різних фаз циклу.

**Висновки.** Тісний зв'язок реального та фінансового секторів економіки вимагає формування державної антициклічної політики на основі таких теорій циклу, які базуються на проблематиці фінансування інвестицій. Подібним вимогам відповідає посткейсіанська концепція циклу, центральне місце в якій займає «гіпотеза фінансової крихкості» Х.Мінскі. Розробка стратегії вітчизняної антициклічної політики повинна, як на наш погляд, спиратися саме на методологічні засади цієї концепції. При цьому підхід вітчизняних економістів до проблеми формування теоретико–методологічних основ антициклічного регулювання повинен враховувати як можливі переваги, так і «провали» політики, що базується на «гіпотезі фінансової крихкості». В будь–якому випадку формування обґрунтованої в теоретичному та методологічному плані стратегії антициклічного регулювання є запорукою підвищення ефективності впливу держави на процесі економічного розвитку.

### **Література.**

1. Несветайлова А. Экономическое наследие Хаймана Мински (глобальная финансовая хрупкость и кризис: уроки для России) /А.Несветайлова//Вопросы экономики. – 2005. – №3. – С. 99–117.

2. Скоробогатов А.С. Цикличность как результат использования товаров длительного пользования. <http://institutional.narod.ru/skorobogатов/8.pdf>

3. Столбов М. Глобальный финансовый кризис в контексте посткейнсианской монетарной теории/ М. Столбов // Вестник Института экономики РАН. – 2009. – №2. – С.78–87.

4. Столбов М. Гипотеза финансовой нестабильности Хаймана Мински и экономический кризис в России/ М.Столбов//Мировая экономика и международные отношения. – 2010. –№3. – С.56–64.

5. Minsky H.P. The financial Instability Hypothesis// The Levy Economics Institute. w.p.#74, 1992, May