

**Фінансова нестабільність:  
суть, причини виникнення і форми прояву**

*Досліджено сутність фінансової нестабільності і форми її прояву, проаналізовано причини, що її породжують. Встановлено, що фінансова нестабільність є притаманною рисою ринкової економіки і в певній мірі допускає відтворення криз. Рівень фінансової нестабільності визначається впливом значної кількості внутрішніх і зовнішніх чинників, які пов'язані як з фінансовим сектором, так і реальною економікою.*

**Financial instability:  
the nature, causes and forms of manifestations**

*The essence of financial instability and forms of its manifestation are researched, the causes that generate it, are analyzed. It is determined that financial instability is a characteristic feature of a market economy and to some extent it allows the reproduction of crises. The level of financial instability is determined by the influence of a large number of internal and external factors that are connected with both the financial sector and real economy.*

Лібералізація зовнішньоекономічних зв'язків, послаблення державного контролю за розвитком грошово-кредитних відносин, глобалізаційні процеси у фінансово-кредитній сфері посилили фінансову нестабільність і значно понизили стійкість національних і світових фінансових ринків, що негативно відобразилося на економічному зростанні і надійності функціонування фінансового сектору. Особливо актуальна дана проблема для країн з ринком, що розвивається внаслідок їх великої залежності від впливу зовнішніх чинників, що проявляється в тривалій і значній рецесії, викликаній світовою фінансовою кризою. В цих умовах особливої

актуальності набуває проблема дослідження фінансової нестабільності, причин, що її породжують, а також можливих негативних наслідків з тим, щоб мати змогу оперативно реагувати на кризові процеси різним гілкам влади.

Ця проблема висвітлена в працях А. Демірчук-Кунта, Б. Ейченгріна, Г. Камінські, Ф. Мишкіна, К. Рейхарда, А. Роуза, Д. Сакса, А. Торнела, Я. Франкеля, Р. Етнова, С. Синельникова, О. Барановського, А. Гальчинського, В. Гейця, М. Єрмошенко, В. Козюка, В. Міщенко, Т. Унковської та інших. Виявленню індикаторів фінансової нестабільності присвячені дослідження співробітників МВФ, Світового банку і ряду інших міжнародних фінансово-економічних організацій. Проте і на даний час ці проблеми залишаються актуальними і ще далекими до їх розв'язання. Особливо важливими вони є для країн з ринком, що формується, в тому числі і України, зважаючи на значні негативні наслідки від фінансових потрясінь.

Метою статті є аналіз існуючих поглядів на розуміння суті і причин виникнення та посилення фінансової нестабільності, форм її прояву, негативного впливу на економічне зростання.

Передумовами початку дослідження фінансової нестабільності були посилення кризових явищ і виникнення фінансових дисбалансів, викликаних глобалізаційними процесами і значною лібералізацією руху капіталів в останній чверті ХХ ст. Помітне підвищення інтересу до дослідження фінансової нестабільності відбулося в 90-х роках ХХ ст. у зв'язку з посиленням частоти виникнення фінансових криз у різних регіонах світу і їх значними негативними наслідками як для окремих національних економік, так і в цілому для світової економіки. На національному і міжнародному рівнях розробляється цілий ряд програм, спрямованих на посилення фінансової стабільності і визначення вразливих місць фінансової системи. Міжнародні фінансові інститути (МВФ, Світовий банк, Форум фінансової нестабільності), центральні банки значної кількості держав здійснюють вдосконалення стандартів макропруденційної політики, розробляють показники і проводять аналіз ризиків фінансової нестабільності, запроваджують індикатори-передвісники фінансової нестабільності. В переважній більшості

європейських країн, Бразилії, Канаді, Індонезії та Австралії центральні банки офіційно звітують перед урядом і населенням про стан фінансової нестабільності. Проте ці зусилля не захистили від нових фінансових криз, що свідчить про відсутність системного бачення як сутності фінансової нестабільності, так і механізмів, що її породжують. І на сьогодні не розроблено ефективних способів ранньої діагностики фінансових криз, запобігання їх виникненню або, принаймні, дієвого зменшення їх негативних наслідків, про що зі всією наглядністю показала світова фінансова криза 2008-2009 років.

Для вироблення методів ранньої діагностики кризових явищ і вжиття дієвих антикризових заходів перш за все необхідно з'ясувати сутність фінансової нестабільності, причин її виникнення та існування, різноманітність форм прояву.

В дослідженнях зарубіжних і вітчизняних вчених більше уваги приділено термінам “фінансова стабільність” і “фінансова стійкість”. Під фінансовою стабільністю переважно розуміється стан рівноваги у функціонуванні системи, “за якою фінансова система ефективно виконує свої ключові економічні функції, такі, як розподіл ресурсів, передання ризиків, здійснення платежів, а також здатна робити це в разі виникнення шоків, стресових ситуацій і в періоди глибоких структурних змін” [1]. Фінансова стійкість переважно розглядається як властивість фінансової системи повертатися до рівноважного стану після припинення впливу певних негативних чинників.

Водночас окремі дослідники ототожнюють ці два поняття і розглядають їх значно ширше, не зводячи лише до стану фінансової системи. Зокрема, Т. Унковська вважає, що фінансова стабільність відображає “певну властивість усієї економічної системи, а не фінансової системи у вузькому сенсі” і під нею слід розуміти “такий стан її функціонування, коли а) вона перебуває в динамічному стані фінансової рівноваги або б) в разі екзогенних чи ендогенних шоків її відхилення від рівноваги лежить у заданих межах і вона здатна повернутися в режим фінансової рівноваги” [2, 22-23].

Що ж до терміну “фінансова нестабільність”, то він переважно вживається поруч із поняттями “фінансова криза”, “вразливість фінансової системи” та “системний ризик”.

У зарубіжній науковій літературі фінансова нестабільність, насамперед, пов’язується з певною ситуацією, за якої “функціонування економіки потенційно погіршується коливаннями цін фінансових активів або нездатністю фінансових інститутів виконувати свої договірні зобов’язання” [3], коли “ціни на окремі ключові фінансові активи різко відхиляються від своїх фундаментальних основ, а функціонування кредитних ринків порушено, внаслідок чого значно відхиляються від нормального рівня агреговані видатки” [4]. Внаслідок цього порушується чітке функціонування ключових елементів, що складають фінансову систему і остання нездатна протистояти шокам і перешкоджати їх руйнівному впливу на реальну економіку. Можна констатувати, що в даних висновках більше уваги приділяється можливим наслідкам для економіки, а менше – розкриттю сутності фінансової нестабільності. Це перешкоджає осмисленню механізмів її настання, причин та можливих наслідків, що в кінцевому результаті знижує ефективність попереджувальних або антикризових заходів, що здійснюють регулюючі органи.

Дефініція терміну фінансова нестабільність тлумачиться по-різному. Пліуралізм поглядів відносно фінансової нестабільності обумовлений історичним контекстом і відповідним теоретичним підходом, вибраним для її інтерпретації (таблиця 1).

Таблиця 1

Сучасний стан розуміння терміну «фінансова нестабільність»

| № п/п | Джерело   | Визначення терміну «фінансова нестабільність»   |
|-------|---|---|
| 1.    | Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability // GEJ Newsletter Issue. Global Economic Institutions. – 1997. - №6. | Фінансова нестабільність - це ситуація, за якої функціонування економіки потенційно погіршується коливаннями цін фінансових активів або нездатністю фінансових інститутів виконувати свої договірні зобов’язання. |
| 2.    | Remarks by Governor Roger W.Ferguson, Prepared for delivery at the East Hanover Area Chamber                                    | Фінансова нестабільність – це ситуація, для якої характерні три основні критерії: 1) ціни на деякі ключові фінансові активи різко відхиляються від своїх  |

|    |  |   |
|----|--|---|
|    | of Commerce, East Hanover, New Jersey, January 15.   | фундаментальних основ; 2) функціонування кредитних ринків порушено, внаслідок чого значно відхиляються від нормального рівня агреговані видатки   |
| 3. | Mishkin F. Understanding of Financial Crises: A Developing Country Perspective // NBER Working Paper 5600. – 1996.   | Фінансова нестабільність виникає, коли фінансова система піддається шокам, що супроводжуються інформаційними потоками так, що вона більше не в змозі трансформувати заощадження в інвестиції  |
| 4. | S.Schroeder. Schroeder S. Defining and detecting financial fragility: New Zeland's experience / S. Schroeder // International Journal of Social Economics. – 2009. – Vol. 36. - № 3. – P. 287-307.   | Під фінансовою нестабільністю вважається виняткова подія, яка проявляється внаслідок екзогенних шоків, недосконалості ринків і цінової нестабільності   |
| 5. | Hyman P.Minsky. The Financial Instability Hypothesis // Working Paper. - 1992. - № 74  | Фінансова нестабільність є характерною рисою нормального розвитку капіталістичної економіки   |
| 6. | David Colander, Hans Follmer, Armin Haas, Michael Goldberg, Katarina Juselius, Alan Kirman, Thomas Lux, and Brigitte Sloth. The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics // Kiel Working Paper. – 2009. – 1489. - February. | Фінансова нестабільність притаманна ринковій економічній системі і в тій чи іншій мірі допускає відтворення кризи. Рівень нестабільності пов'язується із фінансовими нововведеннями і посиленням взаємозв'язків між фінансовими ринками у світі.              |
| 7. | Guttentag J.M. and Herring R.J. (1984), 'Credit rationing and financial disorder', <i>Journal of Finance</i> , 39, pp. 1359–82.  | Фінансова нестабільність породжується асиметричністю інформації кредиторів і позичальників внаслідок невизначеності віддачі від інвестиційних проектів, що посилює нестабільність в реальному секторі економіки через відмову у наданні коштів позичальникам. |
| 7. | Трунин П.В., Каменських М.В. // Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России) / Трунин П.В., Каменских М.В. – М.: ИЭПП, 2007, с.5  | Під фінансовою нестабільністю або кризою ми розуміємо такі проблеми у фінансовій системі країни (або їх сукупність), які здійснюють значний негативний вплив на економічну активність.  |
| 8. | Финансовый кризис и провалы современной экономической науки // Вопросы экономики. – 2010. – № 6. – с. 10-25.   | Поняття фінансова нестабільність означає, що економічна система в тому чи іншому ступені допускає відтворення криз.   |

Класичне пояснення фінансової нестабільності здійснено відомим американським економістом І.Фішером [5, 337-357], на думку якого, нестабільність

сильно скоректована з макроекономічними циклами і, зокрема, з динамікою сукупної заборгованості в економіці. Нагромадження надто великої заборгованості у реальному секторі призводить до порушення рівноваги, для відновлення якої необхідно погасити дану заборгованість. Її погашення викликає скорочення депозитів і розпродаж активів за значно нижчими цінами, що, в свою чергу, призводить до скорочення темпів зростання цін і обсягів виробництва, а також до збільшення рівня безробіття і кількості банкрутств. Таким чином, основною причиною фінансової нестабільності, на думку І.Фішера, являється негативна динаміка фундаментальних показників.

В той же час, будучи монетаристом і прихильником кількісної теорії грошей, І.Фішер був переконаний в нейтральності грошей у довгостроковій перспективі і в тому, що при контрольованій пропозиції грошей центральним банком можна досягти стабільності споживчих цін і, як наслідок, не допустити погіршення становища в економіці. З цим не погоджувалися такі відомі представники австрійської школи економіки, як Л.Мізес, Ф.Хайєк, Ф.Сомарі, вважаючи, що паперові гроші поза золотим стандартом створюють дисбаланс між виробництвом і споживанням і неминуче ведуть до депресії, в ході якої може бути усунений даний дисбаланс [6]. Велика диспропорція між кредитними відсотковими ставками і доходністю фондового ринку, на переконання Ф. Сомарі, є однозначним симптомом колапсу [6].

Окремі вчені-економісти, думки яких ми також поділяємо, вважають, що фінансова нестабільність знаходиться в самій природі ринкових економічних відносин. На це одним із перших вказав Х.Мінскі. Зокрема, у його праці “Гіпотеза фінансової нестабільності” (1977) [7, 5-16] зазначено, що сучасна капіталістична економіка ендогенно породжує фінансову структуру, яка за своєю природою піддається фінансовій нестабільності. Його “гіпотеза” побудована на теорії боргової дефляції І.Фішера і механізмі поведінки інвесторів в умовах невизначеності за Дж.М.Кейнсом. В дослідженні знецінення боргу акцент зміщено на з’ясування впливу придбаних спекулятивних фінансових активів. З кейнсіанського вчення використано теорію ендогенної грошової маси, яка дозволила описати механізм

створення нових фінансових інструментів у процесі посилення інвестиційної активності економічних агентів.

На основі здійсненого дослідження Х.Мінскі дійшов висновку, що саме грошова маса лежить в основі механізму виникнення боргу та його виплати, адже банки постійно “зайняті” пошуком прибутку і фінансують вигідні для них інвестиційні проекти, являючись по суті “продавцями боргу”. За наявності обмеженої кількості ресурсів вони задовольняють попит фірми на гроші шляхом таких фінансових інновацій, як:

- операції з угодами про зворотній викуп (операції РЕПО);
- депозитні сертифікати;
- євродоларові позики;
- сек'ютиризація (конвертування банківських позик у цінні папери, що забезпечені активами) тощо.

Дані процеси, на переконання дослідника, знижують ступінь впливу грошової політики центрального банку і сприяють як процесам формування ендогенної грошової маси, так і умовам, які породжують кризу фінансової системи.

Рівень фінансової нестабільності економіки, як вважає Х.Мінскі, залежить від форм фінансування інвестицій, що обираються фірмами. Серед можливих форм фінансування ним виділяються:

1. Забезпечене фінансування (“*hedge finance*”). За даної форми фінансування фірми обслуговують свою заборгованість і проценти переважно за рахунок внутрішніх фінансових ресурсів (як правило, за рахунок валового доходу). Така форма фінансування в основному здійснюється на фазі пожвавлення, коли ризики кредитоспроможних позичальників для банків ще надто високі.

2. Спекулятивне фінансування (“*speculative finance*”). З початком економічного зростання ризики кредитоспроможності позичальників знижуються і банки збільшують зовнішнє фінансування фірм. З часом фінансовий леверидж і фінансові ризики фірм починають зростати. При збільшенні позичкових ресурсів для інвестицій власних ресурсів у фірм вистачає лише на виплату процентів по раніше отриманих кредитах. Для погашення старих кредитів фірми намагаються отримати нові. В умовах “загальної ейфорії” економічного зростання банки

нарощують кредитування фірм за рахунок фінансових інновацій, які дозволяють їм отримати відстрочку сплати заборгованості.

3. Понці-фінансування (“Ponzi finance”). Для фірм, що мають значну кредитну заборгованість і, відповідно, високі фінансові ризики, банки надають кредити під більш високі проценти. Обмаль власних фінансових ресурсів для обслуговування кредитної заборгованості, а також труднощі з отримання нових запозичень змушують фірми продавати свої активи, що веде до падіння цін на них і зниження інвестицій. Отримані грошові кошти спрямовуються на виплату відсотків і, навіть, дивідендів. Понці-фінансування переводить економіку із стадії зростання у стадію спаду. Це пов’язано як з наявністю високих фінансових ризиків зі сторони позичальників для банків, так і дефіцитом фінансових ресурсів (грошей та їх замінників) в економіці. Виникнення складнощів в обслуговуванні заборгованості в будь-якій із галузей економіки країни через фінансовий сектор відображається і на інших галузях зокрема та на економіці країни в цілому. Цим самим формуються умови для виникнення фінансової кризи.

Таким чином, Х.Мінські приходять до висновку, що фінансова нестабільність є характерною рисою нормального розвитку капіталістичної економіки.

З даними висновками в цілому погоджуються і учасники міждисциплінарного симпозіуму “Фінансова криза і провали сучасної економічної науки” (А. Кірман, Д. Коландер, Г. Фельмер та інші) [8], який відбувся у Вільному університеті Берліна у 2008 році. Вони вважають, що економічній системі притаманна фінансова нестабільність, а це в тій чи іншій мірі допускає відтворення криз. Посилення фінансової нестабільності, яка призвела до виникнення у 2008 році світової кризи, пов’язується із фінансовими нововведеннями (деривативами) і посиленням існуючих взаємозв’язків між фінансовими ринками у всьому світі, які призвели до розповсюдження проблеми субстандартного іпотечного кредитування в американській економіці на інші фінансові системи. Саме фінансові нововведення, на їх переконання, стали причиною виникнення зв’язків між раніше не пов’язаними між собою гравцями, а сек’ютиризація призвела до втрати інформації через анонімне посередництво (часто багаторівневе) між позичальниками і кредиторами.



Інформація рейтингових агентств, яку використовували покупці траншів облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями, була не завжди достовірною, в результаті чого у передкризові роки “стандартні моделі несплати заборгованості за позиками показали свою повну недієздатність” [9], а “цінова система спровокувала загострення складностей на фінансовому ринку” [10].

Сучасна криза, як вважають учасники симпозіуму, є повторенням заключного етапу циклу «бум-спад», який постійно повторюється в ринковій економіці. Особливостями сучасної кризи є те, що, по-перше, в основі останнього буму лежав розвиток нових фінансових продуктів, які створили додаткові інвестиційні можливості тоді, як для більшості попередніх характерними були надлишкові капіталовкладення за рахунок використання можливостей реального інвестування, і, по-друге, посилення зв'язків у надзвичайно взаємопов'язаній світовій фінансовій системі.

В окремих дослідженнях фінансову нестабільність пов'язують з недосконалістю фінансових ринків, що генерується з асиметричністю інформації, яка доступна кредиторам і позичальникам відносно один одного на фінансових ринках [11, 87-114]. В умовах недосконалості ринків відбувається зниження рівня інвестування у реальний сектор економіки і зменшення виробництва продукції, що з часом породжує шоки на фінансових ринках. В результаті економіка із стану стабільності “переходить” у стан нестабільності, який у значній мірі визначається також впливом зовнішнього (екзогенного) шоку. В умовах високої взаємозалежності фінансових ринків різних країн негативні зовнішні шоки можуть передаватися із “хворих” країн у здорові. В теоретичній моделі Л.Кодреса і М.Пріцкера [12, 48] асиметрія інформації розглядається як джерело виникнення ефекту інфікування при фінансовій кризі. Проте інфікування може відбутися і без існування негативних макроекономічних шоків, коли інвестори для зниження ризиків виводять кошти з країни. Подібна ситуація мала місце в азіатських країнах перед кризою 1997 р.

Вплив асиметрії інформації на переконання Ф.Мишкіна [13] змушує інвесторів страхуватися від невизначеності за рахунок підняття середньої відсоткової ставки для всіх інвестицій (як ризикових, так і безризикових). Це спричиняє витіснення

“гарних” інвестиційних проектів (з низьким рівнем ризику) поганими (високоризиковими проектами) і знижує якість портфелів фінансових посередників. По мірі посилення фінансової нестабільності невизначеність від інвестицій стає все більшою, що посилює нестабільність у реальному секторі і наближує економічну систему до фінансової кризи. Підвищення якості портфеля фінансових посередників можна досягти за рахунок зменшення несприятливого добору, що виникає внаслідок невизначеності майбутньої віддачі від інвестицій шляхом страхування депозитів. Це матиме позитивний вплив в цілому і на стійкість фінансової системи.

Проте, на нашу думку, слушним є зауваження М. Кілі [14], що страхування вкладів посилюватиме ризик безвідповідальної поведінки (“moral hazard”) і сприятиме зростанню ризиків, які братимуть на себе фінансові посередники, адже вони матимуть змогу отримувати гроші за без ризиковою ставкою (за ставкою застрахованих депозитів) та інвестувати їх у високоризикові проекти, що підвищуватиме вразливість фінансової системи від можливих шоків.

В переважній більшості сучасні зарубіжні економісти, серед яких: С. Шрьодер [15], Я. Крегель [16], О. Аспечс, Ч. Гудхарт, Д. Цомокос, Л. Зіцціно [17], під фінансовою нестабільністю вбачають виняткову подію, яка проявляється внаслідок екзогенних шоків, недосконалості ринків і цінової нестабільності, а найвищою формою її прояву вважають кризу.

В економічній теорії під кризою розуміють граничне загострення протиріч у соціально-економічній системі (організації), що загрожує її життєстійкості в навколишньому середовищі [18]; форму розвитку економіки, в ході якої усуваються застарілі техніка і технологія, організація виробництва і праці, відкривається простір для зростання й утвердження нового [19, 4]; неминучий супутник, фаза життєвого циклу будь-якої системи, у тому числі фінансової (банківської) і є найважливішим елементом саморегулювання, стимулює перехід до нового стану рівноваги [20, 38]; періодично повторюване явище в розвиненому ринковому господарстві, що виражається в надвиробництві товарів, які не знаходять збуту, в погіршенні всіх

економічних показників [21, 509]. Тобто в економічній літературі чітко виражені три підходи до визначення сутності кризи:

- 1) криза як значна проблема з негативними наслідками;
- 2) криза як природній процес у життєдіяльності системи;
- 3) криза як порушення рівноваги соціально-економічної системи.

Теорії криз, залежно від підходу до визначення їх сутності, по-різному трактують їх виникнення, взаємозв'язок і взаємозалежність окремих їх різновидів. Враховуючи предмет нашого дослідження, ми більше уваги приділимо фінансовій кризі.

Вихідним при визначенні сутності фінансової кризи повинно бути розуміння, що це один із різновидів кризи як суспільного явища. В дослідженнях сучасних економістів воно розглядається з двох протилежних позицій: одні тлумачать кризу як різкий перелом у розвитку подій, складний перехідний стан або гостре ускладнення [22, 18-20], [23]; інші пов'язують кризу з процесами оздоровлення, відновлення і подальшого розвитку [24, 4-18].

Існують точки зору, що фінансова криза – це “різке” зменшення вартості будь-яких фінансових інструментів [25], глибокий “розлад фінансової системи” держави [26, 525], що, на наш погляд, вимагають певного уточнення, оскільки фінансова криза не тільки зменшує вартість фінансових інструментів і може охоплювати крім інститутів фінансової системи й інші установи фінансового сектору. Вона може проявлятися одночасно в усіх або окремих сегментах фінансового сектору як у масштабах певної країни, так і на міжнародному рівні. Зокрема, на це звертають увагу П.Трунін і М.Каменських, вважаючи, що “всі епізоди серйозної фінансової нестабільності” (іншими словами, фінансової кризи – І.Ч.), уклалися у три основні типи: банківські кризи, валютні кризи і кризи на фінансових ринках (у тому числі кризи державних фінансів) [27, 5]. Банківську кризу вони пов'язують із нездатністю ряду банків виконувати свої зобов'язання, валютну – з девальвацією національної валюти внаслідок спекулятивної атаки на неї, продажем золотовалютних резервів і значним підвищенням відсоткових ставок, а кризу на фінансовому ринку – із збільшенням валютних цін на фінансові активи або їх падіння [27, 5]. Тому, на нашу

думку, в широкому розумінні, фінансова криза – це розлад усього або окремих сегментів фінансової системи країни (певної сукупності країн).

Множинність причин і величезні масштаби втрат дозволяють класифікувати кризи як складне багатofакторне явище, яке вимагає системного підходу до його аналізу і попередження. Тому теорія криз у жодному разі не може досліджувати лише окремі групи явищ в економіці. Задовільне вирішення проблеми криз, як вважав М. Туган-Барановський, можливе на основі правильної теорії ринку, чому була присвячена його праця “Промислові кризи в Англії, їх періодичність та вплив на народне життя” (1894 р.). Ним була створена теорія економічних криз, яка розкрила закономірності циклічності системної економічної динаміки, пов’язаної з періодичністю промислових криз як чинника, що впливає на соціальну сферу економіки і вказала на можливість їх подолання завдяки активізації інвестиційної та соціальної політики. Саме М.Туган-Барановський вперше дійшов висновку, що загальноекономічна криза починається з фінансової [28].

Засновник новоавстрійської школи в економічній науці Л. фон Мізес також вважав, що економічна криза одночасно є і кризою системи державних фінансів, яка не може бути розв’язана без певного перегляду складу державних операцій [29].

На переконання Б. Ейченгріна [30, 6], глобальні дестабілізації породжуються чотирма взаємодоповнюючими причинами: нестабільністю макроекономічної політики; крихкої фінансової системи; інституціональної слабкості; імперфекціями глобальних ринків капіталу. При цьому домінуючим чинником в посиленні нестабільності вважається проведення експансивної монетарної та фіскальної політики, які несумісні з валютно-курсними пріоритетами. Намагання урядів спонукати банки до придбання боргових інструментів, за допомогою яких фінансується значний бюджетний дефіцит, ведуть до виникнення банківських криз. Вразливість фінансової системи посилюється через невідповідність валютної структури активів та пасивів у фінансовому секторі в сукупності з реальним, переобтяженість короткостроковими зовнішніми борговими зобов’язаннями, надмірної ризикової поведінки окремих фінансових установ на ринку і надання ними викривленої інформації регуляторам. Імперфекції глобальних ринків капіталу,

викликані асиметрією інформації, стадною поведінкою, поширенням фінансових інфекцій, можуть вразити кризою країну, яка не має для цього підстав. Опосередкованою причиною таких імперфекцій є неспроможність позичати у власній валюті на тривалий термін та під низькі проценти.

Проте, як вважає В.Козюк [31, 275], ці функціональні причини, виділені Б.Ейченгріном, залишаються актуальними для країн, які не здійснили реформи у сфері пріоритетів та інструментів макроекономічної політики, інституціонального захисту незалежності центральних банків, посилення інституціональної стійкості фінансових інституцій, лібералізації фінансових систем, валютно-курсних режимів тощо. Для країн, які провели згадані реформи, дані причини нестабільності послабили свій вплив, проте зросло значення фінансових факторів нестабільності. Подібної думки дотримуються К.Боріо, В.Інгліш та Е.Філардо, вважаючи, що основним джерелом макроекономічних негараздів виступають піднесення та спади цін активів, внутрішніх кредитів та інвестування, а монетарні фактори нестабільності на національному рівні поступово знімаються [32, 3].

На основі проведеного дослідження поглядів класиків і сучасних економістів, які досліджують фінансову нестабільність, можна дійти до висновку, що фінансові кризи є невід'ємною складовою ринкової економіки, а їх виникнення пов'язане з дією об'єктивних і суб'єктивних чинників. Фінансові кризи є як наслідком нагромадження структурних диспропорцій в економіці, що утворюються у періоди зміни технологічних циклів та радикальної перебудови інституціональних засад діючих господарських механізмів [33, 81-82], так і реакцією на ірраціональну поведінку людини, породжену пристрастю до наживи, яка керує її психікою, що виключає будь-яке раціональне пояснення [34, 81-82]. Як зауважує Ч. Кіндлербергер [35], у періоди спекулятивної лихоманки на ринках фінансових активів відбувається підвищення їх ціни до рівня, який не стосується фундаментальних факторів, що лежать в основі цих активів. І саме світова фінансова криза 2008-2009 років, на думку О. Шарова, "була спровокована "моральним азартом" ("moral hazard") або "ризиком безвідповідальності", який вважається багатьма економістами справжньою

причиною появи “фінансових бульбашок” у галузі споживчого кредитування й торгівлі деривативами” [36, 19].

Особливостями сучасної кризи є те, що вона є системною, глобальною і найбільш руйнівною за весь післявоєнний період. На це звертають увагу ряд відомих вчених-економістів та практиків. За словами головного економіста МВФ О.Бленчарда, вона “є найгіршою кризою за останні 60 років, яка поставила світ на межу фінансової катастрофи” [37, 8-10]. Дана криза є універсальною і має не лише валютно-фінансову або банківську природу, а й пов’язана з економічною системою [38, 37] і вона “проявилася як заключний етап циклу “бум - спад” [39, 24]. Її відмінні ознаки від інших криз полягають в тому, що, по-перше, у великій мірі основою попереднього буму став розвиток нових фінансових продуктів, які створили додаткові інвестиційні можливості (більшість попередніх криз були результатом надмірних капітальних вкладень у процесі використання можливостей реального інвестування) і, по-друге, глобальний масштаб кризи, викликаний посиленням зв’язків у надзвичайно взаємопов’язаній фінансовій системі [39, 24].

Глобальний характер кризи, на думку відомого російського економіста А.Пороховського, проявляється в тому, що вона “поширюється на всіх рівнях сучасної економіки – світовому, регіональному, національному, галузевому, корпоративному, домогосподарському” [24, 7] і є результатом прискореного “відособлення фінансової системи від реальної економіки і гіпертрофованого розростання повноважень фінансових інститутів” [24, 9].

Таким чином, можна зробити висновки, що фінансова нестабільність притаманна ринковій економічній системі і в певній мірі допускає відтворення криз. Фінансові кризи є невід’ємною складовою ринкової економіки, а їх виникнення пов’язане з дією об’єктивних і суб’єктивних чинників. Посилення фінансової нестабільності і виникнення фінансових криз, незалежно від причин, що їх породжують і сфери виникнення, негативно впливають на всі сфери людської життєдіяльності. Зокрема, світова фінансова криза 2008-2009 років, що розпочалась з іпотечної кризи у США, призвела до фінансової дестабілізації на різних рівнях – на рівні банків, фірм, галузей, ринків, національних економік і світової фінансової

системи загалом. Послаблення фінансової нестабільності неможливо досягти лише заходами монетарної політики, що вимагає її координації з фінансовою політикою. По мірі посилення глобалізаційних процесів фінансова нестабільність і її негативний вплив матиме тенденцію до посилення, що вимагає подальшого дослідження даних проблем з тим, щоб виробляти і здійснювати ефективні антикризові заходи як на рівні національних економік, так і в масштабах всього світового господарства.

#### Література:

1. Deutsche Bundesbank: Financial Stability Review, November 2006 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/finanzstabilitaetsberichte/financialstabilityreview2006.pdf>.
2. Т.Унковська. Системне розуміння фінансової стабільності: розв'язання парадоксів. – Економічна теорія. – 2009. - № 1. – с. 14-33.
3. Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability // GEI Newsletter Issue. Global Economic Institutions. – 1997. - № 6.
4. Remarks by Governor Roger W.Ferguson, Prepared for delivery at the East Hanover Area Chamber of Commerce, East Hanover, New Jersey January 15 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990115.htm>.
5. Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depression // Econometrica. – 1933. – Vol.1, October – P. 337-357.
6. Чьи советы лучше? Представления австрийской школы экономики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://liberty-belarus.info/content/view/162/381>.
7. 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. - № 1. – p. 5-16.
8. The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics // Kiel Working Paper 2009. No. 1489 / Kiel Institute for the World Economy [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.imf-members.imf-kiel.de/publications/the-financial-crisis-and-the-systemic-failure-of-academic-economics/KWP\\_1488](http://www.imf-members.imf-kiel.de/publications/the-financial-crisis-and-the-systemic-failure-of-academic-economics/KWP_1488) ColanderetalFinancial%20Crisis.pdf.

9. Rajan U., Seru A., Vig V. The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults // Chicago GSB Research Paper. 2008. № 08-19.
10. Hellwig M.F. Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime – Mortgage Financial Crisis // MPI Collective Goods Preprint. 2008. No 2008/43.
11. Stiglitz I. Credit rationing in markets with imperfect information / I. Stiglitz, A. Weiss // American Economic Review. – Volume 71, Issue 3 (Jun, 1981). - p.198.
12. Kodres I., Pritsker M. A Rational Expectations Model of Financial Contagion // Finance and Economics Discussion Series. – 1998. - № 48 - P.48.
13. Mishkin F.S. Understanding of Financial Crises: A Developing Country Perspective // NBER Working Paper 5600. – 1996.
14. Keeley M.C. Deposit Insurance. Risk and Market Power in Banking // American Economic Review. – 1990. – Vol. 80. December. – P. 1183-1200.
15. Schroeder S. Defining and detecting financial fragility: New Zeland’s experience / S.Schroeder // International Journal of Social Economics. – 2009. – Vol. 36. - № 3. – P.287-307.
16. Kregel J. The Natural Instability of Financial Markets / J. Kregel // The IDEAs Working Papers Series. – 2009. - № 4 – 24 p.
17. Aspachs O. Towards a measure of financial fragility / O. Aspachs, C. Goodhart, D. Tsomocos, L. Zicchino // Annuals of Finance. – 2007. – Vol.3. - No 1 – P. 37-74.
18. Румянцева Е.Е. Новая экономическая энциклопедия. - 2-е изд. – М.:ИНФРА – М., 2006. – 810 с.
19. Чухно А. Сучасна фінансово-економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання // Економіка України. – 2010. - №1. - с. 4-18.
20. Барановський О.І. Фінансові кризи: передумови, наслідки і шляхи запобігання: Монографія. – К.: Київ. Нац. торгово-економічний ун-т, 2009. - 754 с.
21. Хрестоматия экономической теории / Сост. Е.Ф. Борисов. – М.: Юрист, 2000. – 509 с.
22. Collyns C. The Crisis through the lens of History // Finance and Development. – 2008. – December. – P. 18-20.
23. Coping with crisis: The management of disasters, riots and terrorism / (Eds) U.Rosental, M.Charles. P.t’Hart. – Springseld: Charles C. Tomas, 1989.
24. А.О. Пороховський. Економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання // Економіка України – 2010. - №1. - с. 4-18.
25. Финансовый кризис [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org/wiki>.



26. Енциклопедія банківської справи України / Редкол.: В.С. Стельмах (голова) та ін. – К.: Молодь; Ін Юре, 2001. - с. 525.
27. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России) / Трунин П.В., Каменских М.В. - М. : ИЭПП, 2007. - 106 с.
28. Туган-Барановський М.И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризисов. – М.: Наука – РОССПЭН, 1997, с.277-330.
29. Мизес Л. Экономический кризис и его причины. Доклад, подготовленный для Совета немецких промышленников, был прочитан им на заседании Совета 28 февраля 1931 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.liberty-belarus.info/content/view/186/38>.
30. Eichengreen B. Financial Stability // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P.6.
31. Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: Монографія. – Тернопіль: ТНЕУ, “Економічна думка”, 2009. – 728 с.
32. Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – No. 19. – P. 3.
33. Гальчинський А.С. Криза і цикли світового розвитку. – К.: АДЕФ – Україна, 2009. – с.81-82.
34. Зомбарт В. Собрание сочинений. В 3-х т. – Т.1. Буржуа: к истории духовного развития современного экономического человека. – Санкт-Петербург: Владимир Даль, 2005. – 636 с.
35. Kindlerberger C. Manias, Panics and Crashes / 5-th Edition. – New York: Wiley, 2005. – 336 p.
36. О.Шаров. Дихотомія Маркса-Спенсера як причина світової фінансової кризи. // Вісник НБУ. – 2010. - №10. – с. 18-23
37. Blanchard O. Cracks in the System (Repairing the demaged economy) // Finance & Development. – 2008. – December. P. 8-10.
38. Р.Підвисоцький. Ефективне регулювання фінансової системи – запорука подолання кризи // Вісник НБУ. – 2010. - №12 (178). – с. 36-38.
39. Финансовый кризис и провалы современной экономической науки // Вопросы экономики. – 2010. – № 6. – с. 10-25.