

# Анатомия финансового кризиса

Кирилл РУДЫЙ,

доцент кафедры финансов БГЭУ, кандидат экономических наук

**Изучение болезней является одним из самых эффективных путей понимания сущности биологии человека, аналогично этому природа финансовых кризисов представляет почву для осознания сути такой экономической категории, как финансы.**

**В научных исследованиях отечественных и зарубежных авторов отсутствует единый подход к выделению четких рамок возникновения и протекания финансовой нестабильности. Само понятие финансового кризиса настолько разнится, что не позволяет определить сущность этой категории.**

Многие ученые-экономисты рассматривают финансовый кризис как кризис финансовой системы, другими словами – финансовый системный кризис. Так, А. Г. Грязнова в коллективно разработанном в 2002 г. «Финансово-кредитном энциклопедическом словаре» под финансовым системным кризисом понимает глубокое расстройство функционирования основных составляющих финансовой системы страны. Финансовый системный кризис, по ее мнению, выражается в полной неплатежеспособности основных финансовых институтов и сопровождается «финансовой паникой». Такое институциональное понимание финансовой системы, которое разделяют многие западные ученые, приводит к тому, что финансовый кризис часто ассоциируется с банкротством кредитных учреждений и заменяется на банковский кризис. Такой подход не всегда верен, т. к. ограничивает нестабильность финансов рамками их системы.

Если рассматривать финансовый кризис как более широкое понятие, нежели системный кризис, т. е. как нарушение стабильности в самих финансах, то необходимо определиться с самой категорией «финансы». Принимая точку зрения, которую предложил Н. Е. Заяц в коллективной работе «Теория финансов», под финансами следует понимать специфическую форму производственных отношений, возникающих при распределении и перераспределении части общественного продукта, главным обра-

зом чистого дохода, и формировании на этой основе централизованных и децентрализованных фондов денежных средств, используемых на цели расширенного воспроизводства и удовлетворения общегосударственных потребностей. Исходя из данного определения под финансовым кризисом можно понимать нарушение распределительного процесса объекта финансовых отношений и неспособность в связи с этим формировать централизованные и децентрализованные фонды. Соответственно получается, что объект финансов выступает и объектом финансовой нестабильности. Дискуссионность относительно выбора объекта финансов не позволяет однозначно дать его определение. Поэтому в данном случае, следуя выбранному определению финансов, под объектом понимается валовой внутренний продукт (ВВП) или национальный доход, как часть ВВП на уровне государства и прибыль на уровне предприятий.

Важно отметить, что выделение двух уровней финансовых отношений как централизованные и децентрализованные финансы не позволяет четко уяснить направленность финансовой нестабильности. Многие ученые сходятся во мнении, что финансовый кризис это все-таки кризис государственных финансов (А. А. Благодатин, Л. Ш. Лозовский, Б. А. Райзберг), поэтому при рассмотрении финансовой нестабильности акцент должен ставиться на централизованные фонды, а национальный доход исследо-

ваться как объект кризиса. Данной точки зрения придерживаются ученые, утверждающие, что самим финансам свойственна императивность, т. е. властный, приказной характер, обеспечивающий функционирование государства, при этом исключая финансы предприятий из финансовой науки (А. М. Александров, Э. А. Вознесенский, Б. М. Сабанти). В частности, Л. А. Дробозина в коллективной работе «Финансы. Денежное обращение. Кредит» рассматривает финансы как совокупность денежных отношений, организованных исключительно государством, в процессе которых осуществляется формирование общегосударственных, т. е. централизованных, фондов денежных средств для осуществления экономических, социальных и политических задач.

Исключение децентрализованных финансов из их определения дает возможность более четко выявить сущность финансового кризиса как кризиса государственных финансов. Однако на данном этапе понимания финансов возникает вопрос, что относить к объекту финансов: национальный доход или валовой внутренний продукт? ВВП, кроме национального дохода, включает в себя и другие составляющие, которые наглядно видны в формуле 1.

$$\text{ВВП} = \text{C} + \text{V} + \text{M}, \quad (1)$$

где *C* – фонд возмещения израсходованных средств производства (постоянный капитал – амортизация, сырье, топливо и т. д.);

*V* – фонд заработной платы (переменный капитал – цена рабочей силы, использованной в производственном процессе);

*M* – прибавочная стоимость (национальный доход или прибыль).

Национальный же доход не единственный источник формирования централизованных фондов. Очевидно, что при отсутствии прибыли у предприятий отчисления в бюджет, исходя из уникальности этого источника, не будут производиться. Однако бюджет, во-первых, является не исключительным централизованным фондом, существуют и другие фонды, которые формируются не из прибыли, во-вторых, он формируется не только из налоговых поступлений из прибыли. В развивающихся и странах с переходной экономикой, например в Республике Беларусь, поступления из прибыли не являются доминирующими в государственном

бюджете. Таким образом, на наш взгляд, при выборе объекта финансов из ВВП и национального дохода предпочтение отдается первому элементу. Следовательно, и финансовый кризис должен рассматриваться как резкое падение ВВП, которое привело к нарушению процесса формирования и распределения централизованных фондов государства.

Вместе с тем было бы неверным полностью исключить из определения финансового кризиса финансы предприятий. Формирование и динамика ВВП во многом зависят от деятельности предприятий, а массовые банкротства субъектов хозяйствования повлекут за собой нарушение в платежной системе, убыточности кредитно-финансовых учреждений, а это уже является не чем иным как рассмотренным выше институциональным определением финансового системного кризиса. Поэтому финансы предприятий должны быть включены в понятие финансовой нестабильности как система экономических отношений по формированию и использованию децентрализованных фондов, сбой в которой приведет к снижению ВВП. Другими словами, децентрализованные фонды – это не конечный, а промежуточный объект финансового кризиса. Объект, который, как и конечный ВВП, включает в себя не только децентрализованные фонды из прибыли (фонд потребления и накопления), но и амортизационный фонд, и фонд заработной платы.

Массовый же кризис финансов предприятий может быть вызван как внешними, так и внутренними факторами. К внешним факторам можно отнести стихийные бедствия, военные конфликты, изменение ситуации на мировых рынках и т. д., а к внутренним – политическую нестабильность, изменение законодательства и др. Эти факторы являются первоначальным источником финансовой нестабильности, влияя сперва на промежуточный объект, а затем и на конечный объект финансового кризиса.

Что же касается содержания финансового кризиса, то, по нашему мнению, наиболее ценным является мнение российского ученого А. В. Аникина, который выделяет такие компоненты финансового кризиса, как бюджетный, банковский, денежного обращения, валютный и биржевой кризисы. При этом сами элементы нестабильности характеризуются следующим образом:

- **бюджетный кризис** может включать дефицитность государственного бюджета, плохую собираемость налогов, рост государственного долга, в крайних случаях дефолт (отказ от выплаты процентов и капитала) по этому долгу;

- **банковский (кредитно-банковский) кризис** – резкое повышение ставок ссудного процента, ухудшение состояния банков, массовый невозврат ссуд, недостаток капитала и ликвидности банков, банковские банкротства (говорят также о долговом кризисе, имея в виду чрезмерный рост долгов, внутренних и особенно внешних. государства и предприятий вплоть до невозможности погашения этих долгов);

- **кризис денежного обращения** – нарушение денежных расчетов в экономике, развитие денежных суррогатов, нехватка наличных денег (этот кризис имеет инфляционный характер и связан с обесценением национальной денежной единицы – всеобщим повышением уровня цен);

- **биржевой (фондовый) кризис** – резкое падение курсов ценных бумаг, особенно акций, уменьшение операций фондового рынка, сокращение и прекращение новых эмиссий ценных бумаг, банкротство фирм по торговле ценными бумагами;

- **валютный кризис**, охватывающий внешнефинансовую сферу, – ухудшение платежного баланса по текущим операциям, уход (бегство) капитала и дефицит платежного баланса по капитальным операциям, истощение валютных резервов, резкое понижение курса национальной валюты (девальвация), возможно также введение и усиление валютных ограничений.

Итак, финансовый кризис – это нарушение равновесия в функционировании системы финансовых отношений, проявляющееся в нестабильности финансов предприятий и кредитно-финансовых учреждений и выраженное в резком падении ВВП, которое привело к нарушению процесса формирования и распределения централизованных фондов государства. При этом финансовый кризис состоит из бюджетного, денежного обращения, банковского, биржевого и валютного.

Западные ученые и экономисты давно и детально исследуют природу финан-

совой нестабильности. Наиболее известны два западных направления в исследовании финансового кризиса. Первое – монетаристы – начиная с М. Фридмена и А. Шварц, которые связывали финансовый кризис с банковской паникой. Пристальное внимание к банковской панике обосновывалось ее первостепенной ролью в сокращении предложения денег, что в свою очередь вело к спаду в совокупной экономической активности в Соединенных Штатах, но монетаристы не учитывали такое очевидное для современного понимания финансового кризиса явление, как резкое падение цен и увеличение банкротств предприятий, которые потенциально могли и не привести к банковской панике, но оказывали влияние на сокращение предложения денег. Данную ситуацию А. Шварц рассмотрела в 1986 г., назвав ее «псевдофинансовым кризисом». Интервенции властей в условиях псевдофинансового кризиса отнюдь не обязательны, более того, они могут оказаться вредными, если ведут к спасению обреченных на банкротство предприятий или приводят к дополнительному росту денежной массы, что стимулирует инфляцию.

Второе историческое направление в исследовании финансовых потрясений представлено работами Г. Мински (Н. Minsky) в 1972 г. и Ч. Киндлеберга (С. Kindleberger) в 1978 г., в которых дано более полное и реальное определение финансового кризиса, нежели у монетаристов. По мнению этих ученых, финансовый кризис включает в себя такие элементы, как резкое падение цен на активы, массовые банкротства в финансовом и нефинансовом секторе, а также нарушение деятельности валютного рынка. Как только любой из этих элементов или их комбинация окажут отрицательное влияние на экономику страны, выходом должно стать мгновенное вмешательство властей в форме интервенций. Эту точку зрения активно критиковала А. Шварц в своей работе (1986 г.), мотивируя тем, что данное определение финансового кризиса оправдывает поведение властей, которое не всегда является эффективным для функционирования экономики. Вместе с тем и вывод монетаристов также не может быть взят за основу, т. к. он рассматривает лишь такую деталь финансовой нестабильности, как банковская паника и ее влияние на предложение денег.

Современные западные интерпретации финансового кризиса дают более четкие определения. Наибольшую известность получили работы Ф. Мишкина (F. Mishkin), который дает следующее толкование финансового кризиса. Финансовый кризис – это процесс дезорганизации финансового рынка, при котором проблемы неблагоприятного отбора (adverse selection) и психологического риска (moral hazard) приводят к тому, что финансовые рынки перестают играть роль канала по передаче финансовых ресурсов субъектам с наилучшими инвестиционными возможностями. Главные определители этого – неблагоприятный отбор и психологический риск. Вместе они являются каналом реализации более сложной проблемы асимметрии информации (asymmetric information), которая нарушает равновесие в функционирующей финансовой системе.

Асимметрия информации – это ситуация, когда один из участников сделки владеет частной информацией, которую он может частично по своему усмотрению раскрыть, а преодоление создавшейся ситуации другой стороной возможно только при значительных затратах. Ведь заемщик обычно обладает более полной информацией о потенциальном доходе и риске, связанном с инвестиционным проектом получаемых сумм, нежели кредитор. Как уже отмечалось, двумя каналами реализации этой проблемы выступают неблагоприятный отбор и психологический риск. Неблагоприятный отбор характеризует механизм ошибочного выбора контрагента, или партнера, который ведет к созданию отношений, подверженных риску. Проблема неблагоприятного отбора на рынке, как следствие асимметрии информации *ex ante*<sup>1</sup>, впервые была описана в 1970 г. Дж. Акерлофом (G. Akerlof). Она возникает из-за того, что наиболее активными в поисках финансирования являются заемщики, находящиеся в трудном финансовом положении и которые окажутся не в состоянии погасить полученный кредит. Поскольку банк не в полной мере может оценить вероятность успешного осуществления всех проектов, то вынужден выработать условия финансирования проектов со средним уровнем риска. Таким обра-

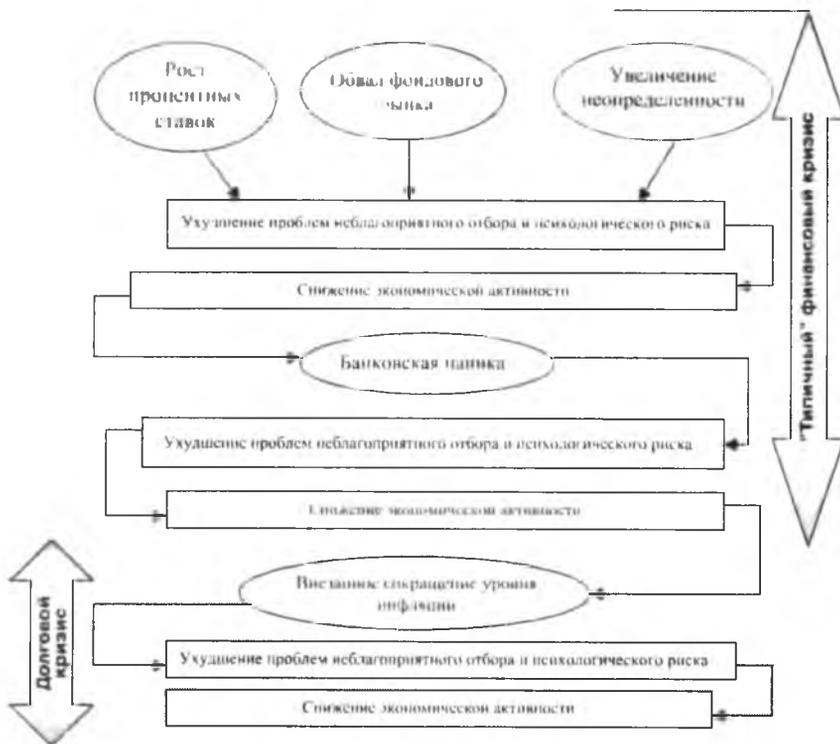


Рис. 1. «Типичный» финансовый кризис<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> В овалах заключены факторы, вызывающие финансовую нестабильность, в прямоугольниках – эффект от факторов.

зом, для проектов с более высоким уровнем риска эти условия могут быть более выгодными по сравнению с проектами с более низким уровнем риска. Предотвращению неблагоприятного отбора способствует достоверная информация, полученная кредитором о заемщике либо благодаря опыту и используемым методам оценки риска, либо благодаря продолжительному сотрудничеству с заемщиком. Психологический риск существует в том случае, когда контрагент после заключения контракта *ex post* осуществляет действия, ставящие под сомнение успешное выполнение этого контракта. Например, с точки зрения кредитора изменение условий финансируемого проекта на более рискованный может стать причиной изменения вероятности возврата кредита. Психологический риск можно минимизировать посредством мониторинга действий субъекта хозяйствования в процессе использования им заемных средств, а также оценки его финансового положения.

Теория асимметрии информации, по мнению Ф. Мишкина, привлекательнее для объяснения природы финансового

кризиса, поскольку раскрывает нестабильность финансовой системы. Фактически же теория асимметрии информации дает четкое определение объекта финансового кризиса – финансовой системы. Такое институциональное определение финансового шока уже рассматривалось нами ранее и определено как ограниченная возможность реального кризиса. К тому же в западной литературе финансовая система отождествляется с кредитной, что, на наш взгляд, уж совсем неверно, поэтому и финансовый кризис, с их точки зрения, в первую очередь воздействует на систему кредитно-финансовых учреждений. Фактически здесь мы имеем дело с интерпретацией финансового системного кризиса.

Представленный подход к определению сущности финансового кризиса, систематизированный в работах Ф. Мишкина, заслуживает внимания с точки зрения теории асимметрии информации и банковской нестабильности. Схематично «типичный» финансовый кризис, как его сам называет Ф. Мишкин, показан на рис.1.

<sup>1</sup> *Ex ante* – «ожидание», *ex post* – «осуществление». Эти термины впервые появились в работе Карла Гуннара Мюрдаля «Денегное равновесие» 1939 г., за которую в совокупности с другими трудами он получил Нобелевскую премию в 1974 г.

Интересным и полезным, на наш взгляд, аспектом «типичного» финансового кризиса является выделение обвала на фондовом рынке в качестве предпосылки финансовой нестабильности. Эта характеристика применима не только для специфического, но и для циклического кризиса. В теории экономических циклов было установлено, биржевой крах происходит за 9 месяцев до экономического спада. Другими словами, биржевой кризис является обязательным сигналом надвигающегося финансового кризиса. Однако нельзя исключать ситуацию, когда сигнала не последует ввиду институциональной и операционной неразвитости фондового рынка.

Вместе с тем теория «типичного» финансового кризиса имеет ряд недостатков. Во-первых, Ф. Мишкин рассматривает финансовую нестабильность исключительно со стороны банковского кризиса и взаимоотношений между кредитором и заемщиком. Во-вторых, долговой кризис, порожденный внезапным снижением уровня инфляции, он выносит за рамки финансового кризиса, вместе с тем утверждая, что дефолт может вызвать банковскую нестабильность, а значит, и финансовую. Проводя аналогию с биржевым крахом, Ф. Мишкин все-таки рассматривает долговой и фондовый кризис по отдельности, несмотря на их тесную взаимосвязь. В-третьих, автор отстраняет от сущности финансового кризиса валютный шок. В одной из своих работ 1997 г. он проводит разграничение финансовых кризисов на те, которые происходят в индустриальных странах, и на те, которые поражают страны с развивающимися рынками. Первый вариант полностью соответствует схеме, изложенной на рис. 1. Что же касается раз-

вивающихся рынков, то, по мнению Ф. Мишкина, банковской панике предшествует валютный кризис, а долговой кризис из структуры финансового исключается. Многочисленные исследования других западных ученых опровергают эту точку зрения, они предлагают собственные определения финансового кризиса, которые, на наш взгляд, более точно раскрывают его сущность и содержание.

Так, М. Бордо (M. Bordo) и А. Шварц в совместной работе 2000 г. различают финансовый кризис и финансовую панику. Последняя происходит на денежном рынке и несет в себе опасность для платежной системы экономики. Паника может быть быстро прекращена вмешательством кредитора последней инстанции (центрального банка).

Таким образом, результаты исследований западных ученых в области финансовых потрясений позволяют нам определить сущность и содержание финансового кризиса. Схематично это отражено на рис. 2.

Итак, финансовый кризис включает в себя долговой, валютный и банковский кризисы, которым предшествует обвал на фондовой бирже. Под долговым кризисом понимается массовое банкротство субъектов хозяйствования и дефолт по суверенным долгам государства. Валютный кризис пока определим через проявление в резких колебаниях курса денежной единицы, в крупном сокращении золотовалютных резервов, в серьезном ухудшении валютной ликвидности государства. Основными характеристиками банковского кризиса выступают: массовое изъятие вкладов из коммерческих банков, резкое сокращение банковского и коммерческого кредитов, повышение ссудного процента, рост финан-

совых банкротств. Следовательно, сочетание всех этих трех компонентов позволяет нам говорить о полноценном финансовом кризисе. В ином случае речь будет идти лишь о частях финансовой нестабильности.

Резюмируя западное направление науки в сфере финансовых потрясений, можно сделать вывод, что сущность и содержание финансового кризиса состоит в следующем. Финансовый кризис – это расстройство процесса функционирования финансового рынка, которое проявляется в обесценении национальной валюты, истощении валютных резервов, массовом банкротстве кредитно-финансовых учреждений, несостоятельности субъектов нефинансового сектора и объявлением дефолта по суверенным долгам. Финансовый кризис состоит из валютного, банковского и долгового кризисов, которым предшествует биржевой кризис, частично вызванный падением уровня инфляции в стране.

Отдавая должное западной науке как источнику многих отечественных исследований в области финансовой нестабильности, необходимо признать, что категориальный аппарат и необходимая терминология являются предпочтительными именно у белорусских и российских ученых. Объектом финансового кризиса по своей природе должен являться объект самих финансовых отношений, что было определено как ВВП. Поскольку главным признаком финансов является их распределительный характер, то именно он и подвергается основному удару финансового кризиса, нарушая стабильность финансовой системы. Вместе с тем вызывает интерес форма (место) реализации финансовой нестабильности, предложенная западными учеными. Это – финансовый рынок и кредитная система. Приняв во внимание эти замечания, выводим унифицированное определение финансового кризиса, раскрывающее его сущность.

Финансовый кризис – это нарушение равновесия в финансово-кредитной системе, которое проявляется в нестабильности финансов предприятий и кредитно-финансовых учреждений, обесценении национальной валюты и дефолте по суверенным долгам, выраженное в резком падении ВВП, которое привело к нарушению процесса формирования и распределения централизованных фондов государства.

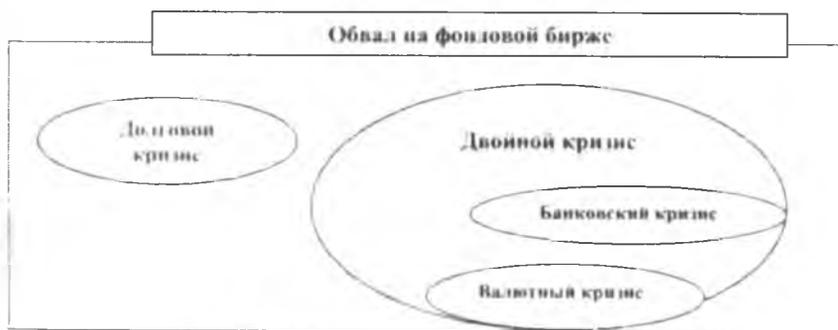


Рис. 2 Содержание финансового кризиса