

## ÄÂËÊ² ÄÑÏ ÄËÏË ÑÀ²ÏÏ ÄÏ - Õ²Ï ÄÏ ÑÏ ÄÏ - ÊËËËË

*Розглянуто історію розвитку теорії криз і основні наукові підходи до їх пояснення. Дано характеристику сучасної кризи: її особливості, причини виникнення.*

*The author describes briefly how the theory of crisis has developed, and enumerates the main approaches to the crisis.*

Сучасна фінансова криза носить дійсно всесвітній характер. Вона торкнулася інтересів більшості населення і привернула на себе пильну увагу не лише політиків і фінансистів, але і широкого кола фахівців.

Історії відомо немало світових криз, – затяжних і менш тривалих. Їх причини, як правило, завжди різні, а наслідки подібні. Особливо багатим на світові економічні кризи було ХХ ст. Існують різні погляди на природу криз, основні з них розглянуті в даній статті.

У ХХ ст. існували різні погляди на природу економічних криз. Класична політична економія (Д. Рікардо, К. Маркс та ін.) економічними кризами вважала кризи перевиробництва. В якості матеріальної основи криз і циклів висувалось відтворення основного капіталу, яке на різних етапах економічного розвитку було різним.

Падіння виробництва вважалось найважливішим, але не першим проявом кризи, яка зазвичай відбивалась спочатку на сфері грошового обігу і кредиту, пізніше на сфері виробництва. Починалося уповільнення обігу в торгівлі, накопичення товарних запасів, напруження на грошовому ринку. Перевиробництво було в наявності, але залишалось ще в прихованому вигляді. Наприклад, зазнаючи труднощів збуту, текстильні фабрики тривалий час продовжували виробництво в попередніх розмірах. Фінансова скрута, викликана уповільненням обігу, гальмувала процес оновлення і розширення основного капіталу текстильної промисловості. Таким чином, криза, яка почалась в текстильній промисловості, проявлялася у сфері виробництва, що відбивалось спочатку на скороченні машинобудування, а пізніше – в зменшенні об'ємів виробництва тканини.

На початку ХХ ст. в теорії криз отримує розвиток інноваційний напрямок. Родоначальником інноваційної концепції був Й. Шумпетер (Австрія). Можна виділити основні положення, на які опираються послідовники інноваційної концепції:

- двигуном прогресу у формі циклічного руху є не будь-яке інвестування у виробництво, а лише інновації;
- вводиться поняття життєвого циклу інновацій як "процесу творчого руйнування";
- багаточисельні життєві цикли нововведень зливаються в пучки (кластери);
- сформульована концепція рухливої, динамічної рівноваги, зв'язаної з різними видами інновацій.

"Цілком можливо, – писав Й. Шумпетер, – що справжні причини криз знаходяться поза сферою дії чисто економічних чинників. Кризи – це наслідок порушень економічних процесів, викликаних зовнішніми факторами" [1].

До цього напряму можна віднести голландських економістів Я. Ван Гельдерена і С. Де Вольфа. На їх думку, екзогенний поштовх, викликаний відкриттям нових ринків або введенням нових технологій в капіталістичному господарстві, через механізм мультиплікатора і міжгалузеві зв'язки приводить в дію сили прискорення зростання суспільного попиту і пропозиції. С. Де Вольф шукає матеріальну основу тривалих коливань в середньому терміні життя основного капіталу, вкладеного в транспортну інфраструктуру – дороги, верфі. На підставі норми амортизації цих споруд, що складала в 20-х рр. ХХ ст. 2,6%, він вирахував цикл обігу вкладеного в них капіталу, який виявився рівним приблизно 40 рокам.

У 20-х рр. ХХ ст. в СРСР Н. Д. Кондратьєв починає досліджувати великі цикли кон'юнктури, до складу яких входять кризи. По розрахунках Н. Д. Кондратьєва, на початку 1920-х рр. світовий капіталізм пережив дві з половиною довгих хвилі. Періодизація великих циклів за Н. Д. Кондратьєвим:

- підйоми 1789–1814 рр., 1849–1873 рр., 1896–1920 рр.;
- спади 1814–1849 рр., 1873–1896 рр.

Н. Д. Кондратьєв стверджує, що зміна техніки викликана запитами виробництва, створенням таких умов, при яких запровадження винаходів стає можливим і необхідним. Війни і революції "не падають з піднебесся", а є наслідком економічної, соціальної і політичної ситуації. Потреба в освоєнні нових територій і міграція населення – результат подібних обставин [2].

У 80-і рр. XX ст. набуває поширення модель Й. Дельбеке і Е. Шоккерта, яка разом з економічною зачіпає і фінансову сферу. Саме нестабільність інвестицій, на думку Й. Дельбеке, породжує коливальні рухи в економіці. Процес інвестування пов'язаний з функціонуванням грошово-кредитної сфери. Інноваційні інвестиції спочатку більш прибуткові, ніж очікувалося, і викликають зростаючу хвилю інвестицій. Самофінансування все більше замінюється зовнішніми джерелами, і вся структура кредиту ґрунтується лише на очікуванні прибутків від інвестиційних проектів [3].

У 80-і рр. XX ст. отримують розвиток *демографічний і ціновий напрямки* в поясненні криз. *Демографічний напрямок* представляв Поль Боккара (Франція). На його думку, у економічному розвитку капіталізму виразно прослідковуються коливання в 45–60 років. Вони пов'язані з демографічним чинником, тобто обумовлені нерівномірним приростом населення.

Прибічником *цінового напрямку* в поясненні довгих хвиль є відомий американський економіст В. Ростоу. В основу своєї концепції він ставить взаємодію процесів виробництва і ціноутворення в сільському господарстві і видобувній промисловості та їх впливі на всю економіку.

Неокласична теорія з її двома напрямками – *теорією економіки пропозиції і монетаризмом* (останній трансформувалася в теорію раціональних очікувань), а також інституційна теорія дають свої трактування фундаментальних проблем економічного розвитку. На рубежі кінця XX і початку XXI ст. у США формується теорія "нової економіки", заснованої на класичних підходах. У "новій економіці" інтелектуальний капітал переважає над фізичним потенціалом.

Під час першого року сучасної кризи одна з проблем полягала в тому, що ніхто приблизно не міг оцінити вартість банкрутства банків, оскільки неможливо було підрахувати залишкову вартість їх складних активів, ціна яких спочатку складала десятки мільярдів. Неможливість оцінки вартості банкрутства стала наслідком переоцінки активів. Саме сумнів в їх якості і залишковій вартості лежить в основі банкрутства Lehman Brothers.

Особливість сьогоденної кризи полягає в неможливості стандартними методами оцінити яке співвідношення позикових і власних коштів є оптимальним. На думку А. Грінспена, проблема Америки була не в тому, що її економіка видихалася, а в тому, що технологічна революція і стрімка глобалізація породили дисбаланс, який створював напругу в світових фінансових системах. Він називає однією з причин кризи – віру Економічної ради при президентові США в те, що відсоткові ставки по державному боргу вказували на прийнятний для ринку рівень дефіциту державного бюджету [4].

Починаючи з 2005 р. бюджетний дефіцит зростає, ціни на ринках житла і комерційної нерухомості зростають, ціни на енергоносії зростають, навіть відсотки по короткостроковим кредитам зростають, а процентні ставки по довгостроковим боргам уряду США залишаються без змін. Причина полягала в надлишку грошей азіатських центральних банків. Ставки по боргах США не підвищувалися із-за істотного попиту з боку цих інвесторів. Саме в той момент почався процес виникнення надлишкової ліквідності під впливом низьких ставок.

До основних характеристик сучасної кризи можемо віднести такі.

*Недостатність попиту.* Всі новостворювані багатства привласнює невелика група фінансової еліти, яка позичає кошти під відсоткову ставку, що регулярно знижується, в подальшому інвестуючи їх з рентабельністю в 20%, що веде до нерівності зростання доходів: 5% населення зосереджує в своїх руках 38% доходу і половину національного надбання, створеного за період з 1990 по 2006 рр. Такий перерозподіл коштів позначився на попиті: через невисоку заробітну плату американський і європейський середній клас не міг більше споживати стільки, скільки споживав раніше.

Одна із можливостей вирішення цієї проблеми – створення попиту за рахунок заборгованості. Для цього в США з 1980-х рр. почали випускати кредитні карти, на які перераховувалися позики на поточні потреби (споживчий кредит), надавалися іпотечні кредити. У 1977 р. "Закон про комунальні реінвестиції" підштовхнув банки і ощадні каси надавати кредити на придбання житла.

Незалежні брокери, які мають свій відсоток від операції, стали пропонувати позичальникам з найгіршими кредитними історіями іпотечну позику *subprime* з прогресивною процентною ставкою на суму, що перевищує вартість будинку або на загальну суму в 30 разів більшу, ніж річний дохід позичальника. Позичальникам з більшим достатком пропонували кредити категорії "Альт-А" (ALT-A), по яких можна було не виплачувати ні основну суму боргу, ні відсотки протягом перших років. Багато хто в США стверджував, що таким чином підтримується загальне економічне зростання, стимулюється будівництво житла і вивільняються кошти на інші придбання. Подібна "економіка боргів" була вигідна всім.

Набуває поширення ризикове кредитування: фінансисти скуповують за низькою ціною фірми з невеликим капіталом і значними боргами, закладаючи рентабельність 20% річних, щоб дозволити

новим власникам відшкодувати витрати, витрачені на їх придбання. Виникають спеціалізовані фонди, що залучають кошти під ці операції, рентабельні головним чином для їх ініціаторів. Знайшов розповсюдження викуп в кредит (LBO, leveraged buy-out) – придбання контрольного пакета акцій корпорації, що фінансується випуском нових акцій або за допомогою кредитів, які повинна погасити сама корпорація (забезпеченням служать її активи). Викуп корпорації може бути організований її менеджерами.

Через зростання боргів сімей і підприємств, виникла необхідність знизити процентні ставки. Відповідне рішення було прийняте ФРС США в 2001 р. "Ефект багатства" сприяв тому, що люди позичали знову, споживаючи все більше, сприяючи зростанню національного надбання. Так відбувалося не лише в Америці. Світова нерухомість (вартість якої зростала у тому числі по демографічних причинах) на початку 2000 р. оцінювалася в 75 терадолларів (тера – приставка, що позначає  $10^{12}$  (тисяча мільярдів) – показник, який в півтора рази перевищує світовий валовий продукт (ВП). Десятьма роками раніше ця цифра складала менше трьох чвертей від світового ВП. В цілому світове фінансове і нерухоме надбання оцінювалося в 250 терадолларів, яке фінансувалося... заборгованістю.

Одночасно боргові зобов'язання, перш за все іпотечні позики *subprime*, переводилися в цінні папери. Потім їх перепродавали як облігації на ринку. Вкладники у всьому світі набували облігацій для себе або своїх клієнтів. Загальна сума цінних паперів незабаром перевершила 12 терадолларів, тобто суму бонів американського Казначейства.

З початку 2000 р. банки робили все можливе, аби перетворити свої акції в нерухомість в привабливий продукт для вкладників у всьому світі, зокрема, для хеджевих офшорних фондів. Фінансові центри залучали іноземний капітал шляхом надання спеціальних податкових й інших пільг зарубіжним компаніям, які були зареєстровані в офшорних територіях.

Переводилися в цінні папери і всі фінансові інструменти – деривативи. Їх функція – забезпечити вартість активів і забезпечити їх надійну циркуляцію. Вартість деривативів базувалася на вартості активів, від яких вони залежали.

Банки Bear Stearns, Merrill Lynch і Lehman Brothers, страхова компанія AIG та різні хеджеві фонди продавали ці облігації і деривативи всім фінансовим установам світу, що бажали скористатися новою ситуацією. Останні, у свою чергу, теж "виробляли" свій "продукт". Якщо в банках і хеджевих фондах знали про існуючий ризик, але не могли встояти перед спокусою прибутку, то у пересічних вкладників не було можливості отримати відомості про можливу небезпеку. Інформаційна нерівність зазнала широкого розмаху. В цьому – одна з причин кризи.

Широке поширення отримало страхування фінансових ризиків приватних осіб і організацій. Фінансові установи пропонували нерішучим клієнтам страхування капіталовкладень. Фінансові ризики приватних осіб і організацій нібито страхуються, але насправді ніхто не дає жодних гарантій. Більш того, страхові договори переводяться в цінні папери і успішно циркулюють на ринках.

Рейтинги не дозволяють належним чином оцінювати економічну ситуацію в країні. За твердженням рейтингових агентств, вони відповідають на питання, а не роблять пропозиції по структурі. Насправді немає жодного кроку, який банки-організатори не обговорювали б з рейтинговими агентствами. Вони виконують всі їх рекомендації, аби отримати потрібний рівень рейтингу.

Комісія з цінних паперів і бірж США випустила документ "Акт реформування кредитних агентств" з метою поліпшити якість рейтингів для зміцнення захисту інвесторів та для стимулювання відповідальності. За результатами оцінки фірми могли б встановлювати відсоткові ставки для здобуття фінансування. Названі функції були покладені на приватні компанії, серед яких лідирували S&P, Moody's і Fitch. Цікаво, що грошову винагороду за надану інформацію вони отримували від підприємств, що піддаються контролю. У результаті агентства ставили "оцінки", деколи навіть не поглянувши на фірму та її "продукт". Загальний дохід 3-х головних рейтингових агентств за період з 2002 до 2007 рр. подвоївся (з 3 до 6 млрд. дол.). А доходи Moody's між 2000 і 2007 рр. збільшились в чотири рази.

А. Грінспен бачить основну проблему виникнення кризи в зростанні міжнародного фінансового ринку і втраті довіри до цінних паперів. За даними МВФ за 2001–2007рр. розміри транскордонних інвестицій перевищили номінальний ВВП на 70%.

Однією з причин кризи, яку вперше виявили японці в 1990-і рр., була недооцінка банкірами проблем, що виникають із-за негативного зворотного зв'язку – спіралі, описаної Х. Мінськи, коли падіння цін активів веде до уповільнення кредитування, за яким настає уповільнення зростання економіки та подальше падіння вартості активів, що вже впали в ціні.

*Проблеми регулювання.* У серпні 2008 р. новий глава ФРС Б. Бернанке підсумував заходи по оздоровленню ринку, які були зроблені за рік до початку кризи, а саме: зниження ставок; надання банкам ліквідності під заставу забезпечених облігацій; моніторинг фінансових організацій [6].

Під час кризи спостерігався вибух глобальної заборгованості: заборгованість американських сімей зросла з 46% валового внутрішнього продукту (ВВП) в 1979 р. до 98% у грудні 2007 р. Зовнішній борг США перевищив 7 терадолларів, тобто 70% ВВП. Загальний борг американців у грудні 2007 р. досяг 350% ВВП – більше, ніж за часи Великої депресії 1929 р. Те ж саме відбувається у Великобританії, де зниження заробітної плати спостерігається протягом 10 років. Паралельно борг основної частини населення зростає, і за 30 років переступив межу 80% ВВП (все починалося з 20%). Аналогічна ситуація у Франції і деяких інших країнах.

Досконалі методики, якими користувалися регулятори, вже не в змозі оцінити глибину криз, оскільки складно прослідкувати за зміною моделей, що лежать в основі складних інструментів. Оскільки такі інструменти розпорошені по всьому світу, дуже важко передбачити поведінку різних типів інвесторів, яких не було ще десять років назад. Сьогодні завдання регуляторів стають усе більш складними, оскільки нові інструменти дозволяють швидко знаходити шляхи обходу нових регулятивних обмежень.

Римлянин Корнеліус Тацит ще дві тисячі років тому відзначив: "Чим більш корумпована держава, тим товстіша збірка законів". Стосовно ринку це означає, що чим більше контролюючих актів, тим більш складними стають взаємовідносини між учасниками ринку, а складні взаємини ще важче контролювати.

Отже, підсумовуючи причини та характер розвитку світової фінансової кризи, доцільно зазначити, що традиційна точка зору про те, що фінансові крахи спричиняють за собою економічні, не завжди отримує підтвердження: велика частина фінансових криз ХХ ст. не обов'язково переходила в рецесії. Кризи на фінансових ринках в 1987, 1998, 2000 рр. не закінчилися серйозними рецесіями, хоча падіння індексу Dow Jones на 22,4% за один день в 1987 р. здавалося кінцем світу, як і падіння NASDAQ на 60% за перші два роки нового тисячоліття.

З іншого боку, відомий дослідник кредитних циклів Х. Мінські услід за рядом інших учених показав значення доступності до кредитних ресурсів на зміни тенденцій в "міхурі". Він також підкреслив, що найбільш небезпечними є "міхури" нерухомості. Їх основна проблема – негативний зворотний зв'язок: чим вища ціна на нерухомість, тим більше кредитних ресурсів можна залучати. Проте якщо вартість житла падає, банки не можуть реалізувати застави за цінами, які вони передбачали у момент видачі кредитів або на які розраховували, тому страждає не лише населення, але і банківська система. Сума цих чинників призводить до зупинки всієї економіки.

Видача великої кількості не підкріплених нічим кредитів в значній мірі вплинула на виникнення кризи у сфері житлового кредитування. Через збільшення відсоткової ставки ФРС до 5% значна кількість позичальників не змогла виплачувати іпотеку та інші кредити, зменшилась кількість бажаючих отримати нові кредити. Як наслідок, на ринку почалося падіння цін на житло, збільшення термінів експозиції об'єктів, що призвело до ще більших неплатежів по кредитах.

Всі учасники фінансового ринку взаємно перепродали свої папери, проблеми і списання почалися у всіх відразу. Проте цього можна було уникнути звичайним способом: узяттям кредиту. Хоча, саме у цей момент Федеральна резервна система припинила видачу кредитів через "дисконтне вікно". Федеральна резервна система самостійно вирішувала, кому давати гроші, а кому не давати. "Свої" банки отримували гроші, а всім іншим в цьому відмовляли... Почався продаж цінних паперів, що призвело до масового і швидкого продажу акцій, як наслідок – до їх знецінення. Це стало поштовхом для виникнення світової фінансової кризи, аналіз наслідків якої – справа майбутнього.

### Література

1. Шумпетер Й. *Теорія економічного розвитку*. – М., 1982.
2. Кондратьєв Н. Д. *Динаміка промислових і сільськогосподарських цін // Питання кон'юнктури*. – 1928. – Т. 4.
3. Delbeke J., Schokkaert E. *The interaction of investment and Debt in the Long Wave / Long Waves, Depression and innovation*. - 1985.
4. Грінспен А. *Епоха потрясінь. Проблеми і перспективи світової фінансової системи*. – М.: Альпіна Бізнес Букс, 2008.
5. *United States Securities and Exchange Commission, Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57967.pdf>)
6. *Bernanke B.S. Reducing Systemic Risk / At the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole*. – Wyoming, 2008, 22 August.