

В. В. Баліцька,

д. е. н., ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"

О. В. Короткевич,

к. е. н., ст. н. с., ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"

# ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ІДЕНТИФІКАЦІЇ ЧИННИКІВ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

V. Balitska,

D. Sc. in Economics, Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine

O. Korotkevych,

PhD in Economics, Senior Researcher, Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine

## THEORETICAL AND METHODOLOGICAL BASIS FOR IDENTIFICATION OF THE FACTORS OF FINANCIAL INSTABILITY

*У статті проаналізовано основні теоретичні підходи в частині трактування чинників фінансової нестабільності, які представлені в різних наукових школах: теорії забезпечення рівноваги, суспільного добробуту, зміни економічних циклів, монетаристській, посткейнсіанській та інших теоріях. Приділено увагу положенням "нерівноважної економічної теорії", в якій обґрунтовується необхідність врахування значної кількості новітніх тенденцій розвитку економіки та здійснення аналізу ефективності управлінських рішень у сфері регулювання фінансово-економічної системи. Систематизовано основні ідеї різних економічних теорій в частині ідентифікації чинників фінансової нестабільності з метою імплементації їх повного переліку в методичні рекомендації та практичну діагностику.*

*Authors analyze the key theoretical approaches to interpretation of the factors of financial instability, that are devised by different scientific schools: equilibrium theory, theory of public welfare, changing economic cycles, monetarist theory, post-Keynesian and other theories. Authors draw attention to the "disequilibrium economic theory", that postulates the mandatory consideration of wide ranges of new trends in economic development and carrying out of efficiency analysis in regard to managerial decisions aimed at regulating economic and financial system. Main ideas of different economic theories related to identification of the factors of financial instability are aggregated, that allows their full implementation into the methodological approaches and practical diagnostics.*

*Ключові слова: чинники фінансової нестабільності, рівновага-нерівновага, економічні цикли, теоретичні школи.*

*Key words: factors of financial instability, equilibrium, disequilibrium, economic cycles, theoretical schools.*

### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Світова економіка перебуває в стані загострення глобальних дисбалансів, що обумовлює високу вірогідність настання кризових ситуацій та їх поширення в глобальному масштабі. До причин виникнення глобальних дисбалансів в економіці експерти найчастіше відносять значне збільшення світових потоків капіталу через зняття формальних обмежень для вільного його руху, зміну моделі побудови фінансової системи як на

національному, так і в світовому масштабі на надмірно широких ліберальних принципах. Виклики глобальної економіки також ототожнюються з посиленням диспропорцій в розвитку економік різних країн світу, зниженням механізмів ринкового саморегулювання, підвищенням нестійкості економіки в цілому, деформаціями національного відтворювального процесу. Особливою прикметою світової фінансової нестабільності експерти називають значні відмінності в обсягах і структурі

інвестицій, що направляються розвиненими країнами в інші країни, і навпаки. Зокрема фахівці Інституту посткризового світу підкреслюють, що має місце глобальний інвестиційний дисбаланс, коли капітали перерозподіляються від країн, що розвиваються до розвинених країн [1, с. 10]. Так, основною формою інвестицій розвинених країн є форма прямих інвестицій, а у зворотному напрямі (зокрема, у США) повертаються інвестиції у державні облигації [2, с. 123—125].

За висновками спеціалістів частота економічних і фінансових криз є відображенням системно діючих вад діючої моделі глобального капіталізму з її орієнтацією на надмірне споживання і використання кредитних важелів, прорахунків політики економічного лібералізму і слабого впливу держави на розвиток фінансового сектору. Причинами фінансової кризи 2008—2009 рр., які спочатку проявилися в розвинених країнах, а згодом поширилися на інші країни, на думку Т. Богдан, стали: кон'юнктурне зростання цін на активи, не підкріплене дією фундаментальних економічних факторів; виникнення кредитного буму; широке застосування складних фінансових інструментів, що знижує прозорість фінансово-грошових потоків; нездатність органів фінансового регулювання стримувати надмірну ризикову діяльність фінансових установ і неспроможність передбачити кризовий сценарій розвитку [3, с. 4].

До основних прикмет фінансових криз відносять також поступове накопичення дисбалансів та формування чинників фінансової нестабільності, що пов'язано із збільшенням боргових інструментів у господарській діяльності реального сектору економіки, зниженням дохідності, спекулятивним рухом капіталу, фінансціоналізацією економічних відносин через масштабне збільшення фінансових потоків порівняно із матеріальними, впровадженням нових фінансових технологій. Вищенаведене вимагає поглибленого теоретичного дослідження вказаних системних ризиків, їх причин та пошук шляхів їх попередження.

У дослідженнях з проблематики фінансової нестабільності підкреслюється, що "... у макроекономіці термін "фінансова нестабільність" використовується для позначення чутливості фінансової системи до великих фінансових криз, викликаних малими, звичайними економічними потрясіннями", тобто фінансову нестабільність можна визначити як уразливість фінансової системи до фінансових криз [4, с. 1—4]. Поняття "фінансова нестабільність" також означає, що економічна система у той чи інший спосіб допускає повторення криз [5, с. 22]. Слід врахувати, що національні економіки більшою мірою знаходяться під впливом фінансових криз, імпульси для виникнення яких приходять ззовні. З огляду на це, спеціалісти наголошують, що стан глобальних дисбалансів має враховуватися при формуванні економічної політики в кожній країні [6, с. 7—12].

Для поступового вирівнювання дисбалансів експерти пропонують [7]:

- дотримуватися низького рівня дефіциту бюджету;
- не допускати надмірного нарощення державного і корпоративного боргу;
- країнам ЄС — протистояти зниженню темпів зростання на основі проведення структурних реформ та посилення регулювання фінансового сектору;

— країнам, що розвиваються, рекомендовано зосередитися на внутрішньому попиті та на проблемах розвитку внутрішнього ринку;

— Китаю зменшити підтримку експорту, стимулювати внутрішній попит, підвищити рівень споживання населення, знизити зростання валютних резервів [8];

— США знизити обсяг імпорту, змінити пріоритети фінансової політики, стимулювати ріст норми заощаджень, а не споживання;

— Японії — обмежити політику девальвації курсу ієни.

Слід звернути увагу, що рекомендації по вирівнюванню дисбалансів охоплюють не тільки фінансові відносини, а також поширюються на практично всі взаємопов'язані економічні сфери: виробництво-споживання; заощадження-нагромадження; експорт-імпорт; внутрішній ринок; валютний курс, дефіцит бюджету, борги та інше [9, с. 33—43].

## МЕТА СТАТТІ

Мета статті — здійснити аналіз та систематизувати основні теоретичні підходи до ідентифікації чинників фінансової нестабільності для подальшої імплементації їх повного переліку в методичні рекомендації та практичну діагностику.

## ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Методологія оцінки чинників фінансової нестабільності та глобальних дисбалансів має ґрунтуватися на чітко визначеній економічній теорії. З урахуванням цього доцільно проаналізувати основні теоретичні підходи до трактування фінансової нестабільності, які розглядаються в контексті теорій забезпечення рівноваги, суспільного добробуту, зміни економічних циклів, монетаристській, посткейнсіанській та інших теоріях.

Виходячи із теоретичних підходів протистояти фінансовій нестабільності можна завдяки досягненню макроекономічної рівноваги, яка характеризує збалансованість і пропорційність багатьох взаємозв'язаних економічних процесів: сфери виробництва і споживання; пропозиції і попиту на різних ринках; формування виробничих витрат і фінансових результатів; руху матеріально-речових і фінансових потоків; утворення бюджетного дефіциту, державного боргу тощо.

Рівновага є центральною проблемою національної економіки будь-якої країни, ключовою категорією в теорії економічного зростання. Але, як засвідчила історія розвитку різних країн, макроекономічна рівновага практично ніде не спостерігається, оскільки проявляється через дію ринкових сил та поведінку суб'єктів економічних відносин, що досить важко спрогнозувати через слабкий субординаційний характер їх інтересів. Виходячи з цього, стан економіки на різних етапах розвитку можна скоріше кваліфікувати як "рівновага — нерівновага". З огляду на те, що рівновага змінюється нерівновагою і навпаки, економічна наука цілком правомірно протягом тривалого часу активно досліджує такі стани. Як відомо, в економічній теорії виділяють ідеальну, реальну, часткову і загальну рівновагу. Ідеальна рівновага базується на досконалій конкуренції, де відсутні екстерналії, тобто різні побічні ефекти. Але в реальній економіці спостерігаються циклічні та структурні кризи, інфляція, безробіття, що об'єктивно виводить економіку зі стану ідеальної збалансованості. Загальна макроекономічна рівновага також практично не спо-

стерігається, оскільки неможливо забезпечити збалансування усієї економічної системи, суспільних цілей та економічних можливостей, рівність попиту і пропозиції на усіх взаємопов'язаних ринках. Спостерігати на практиці можна реальну рівновагу, оскільки вона проявляється в результаті глобального впливу на неї зовнішніх факторів, недосконалої конкуренції, обмеженості матеріальних і фінансових ресурсів при зростаючих потребах суспільства. При цьому можна намагатися досягти часткової рівноваги, яка свідчить про дотримання певної відповідності між двома взаємопов'язаними ланками економіки, наприклад, між нормою заощаджень та обсягом інвестицій; ринком товарів (послуг) і факторів виробництва; між виробництвом і споживанням; між рівнем доходу та платоспроможним попитом економічних агентів; доходами і витратами бюджету тощо.

Економічна рівновага та економічні цикли є одними з основних напрямів досліджень в економічній теорії в XIX—XX ст., а на початку XXI ст. через часті кризи ця проблематика стає найактуальнішою. У цьому контексті слід пригадати історію. Так, у першій третині XIX ст. в економічній теорії провідною була класична парадигма та відстоювалася думка, що в ринковій економіці закладені достатні внутрішні можливості саморозвитку, пропозиція створює власний попит, тому забезпечується стабільність і рівновага. Класична і неокласична теорії стверджують, що ринкова економіка за своєю внутрішньою природою стабільна і має всі підстави для забезпечення повної зайнятості. На противагу таким підходам, кейнсіанська і некейнсіанська теорії оцінюють ринкову економіку як нестабільну, з огляду на те, що фактори, необхідні для підтримки рівноваги, є складними, комплексними і врахувати їх вплив на всі сфери економіки дуже проблематично. Це логічно пояснюється з тих позицій, що економіку будь-якої країни можна характеризувати як надзвичайно рухливий механізм, який під впливом різноманітних факторів переходить з одного стану в інший. При цьому економіка демонструє нестабільність — циклічність, безробіття, інфляцію, падіння обсягів виробництва, накопичення боргу, зниження цінності національної валюти, погіршення соціальних стандартів тощо. В свою чергу нестабільність тісно пов'язана із фазами економічного циклу, який складається з чотирьох фаз: кризи, депресії, поживлення, піднесення.

Необхідно підкреслити, що останнім часом намітився новий напрям теоретичних досліджень в економіці, який отримав назву нерівноважна економічна теорія, або економічна теорія нерівноваги (її представники Дж. Сорос, В. Богачев, В. Нусратуллін). Нерівноважна модель розвитку економіки заперечує підходи теорії рівноваги. Слід звернути увагу, що зазначена теорія зорієнтована на практичну сферу і передбачає під час аналізу врахування значно більшої кількості економічних тенденцій та пропорцій. Основним змістом нерівноважної економічної теорії є те, що аналіз економічних відносин переноситься із двовимірної площини попиту та пропозиції у три- і навіть чотиривимірний простір, який залежить від часу (певного періоду), кількості товаровиробників, обсягів виробництва та реалізації товару, вартісних (цінових) показників витрат, прибутків, рентабельності [10, с. 64—70]. Однак економічна теорія нерівноваги поки що не отримала такого широкого розвитку, як теорія рівноваги та економічних циклів. Проте уроки фінансової кризи 2008—2009 рр. та її на-

слідки вимагають поглибленого ознайомлення з її основами для пояснення природи кризових явищ в глобальній економіці та економіках окремих країн.

Для розкриття причин фінансових та економічних криз необхідно приділити поглиблену увагу дослідженню теоретичних підходів до трактування чинників фінансової нестабільності крізь призму як усталених теорій рівноваги та економічних циклів, так і альтернативних теорій. При цьому слід врахувати, що економічні кризи характеризуються як регулярно повторюваним (циклічним), так і нерегулярним зниженням масштабів виробництва і активності господарюючих суб'єктів. У більшості випадків це відбувається внаслідок порушення процесу відтворення та ігнорування чинників, які обумовлюють економічну рівновагу і відтворювальні процеси. На думку експертів, "... кризи не виникають нізвідки і не зникають в нікуди. Вони є логічним, невідворотним наслідком взаємодії певної комбінації чинників..." [11].

З огляду на це у статті робиться спроба детально проаналізувати різні теоретичні концепції, які вказують на причини формування чинників фінансової нестабільності. Саме узагальнення та систематизація таких чинників із різних економічних теорій дозволить виокремити їх повний перелік для подальшого використання в методичних рекомендаціях та практичній діагностиці передкризових та кризових станів економіки.

Спочатку звернемо увагу на те, що в економічній теорії такими вченими, як Р. Хоутрі, Ф. Хаєком, Л. Мізесом, І. Фішером, Й. Шумпетером, Дж. М. Кейнсом, М. Фрідменом, М. Туган-Барановським та іншими були розроблені авторські концепції економічних циклів, які одночасно пояснювали фактори фінансової нестабільності.

Особливо предметно чинники нестабільності досліджені представниками посткейнсіанства, які запропонували в процесі аналізу враховувати рівень безробіття, інфляції (стагфляції), цінові коливання, фактори невизначеності, ризику. В роботах У. Бейгота, А. Лейонхуфвуда, Ч. Кіндлбергера, Х. Ф. Мінські економічна нестабільність переважно пов'язується з фінансовою нестабільністю економіки.

Представники нового кейнсіанства визнають наявність стійких факторів макроекономічної нестабільності в ринковій економіці. Тому аналіз проблем ефективного попиту вони запропонували доповнити аналізом функціонування ринків капіталу, праці, товарів та поведінки господарюючих агентів. Варто підкреслити, що в центрі уваги нового кейнсіанства перебуває аналіз проблем, породжених активним впливом фінансової сфери та грошового фактора на макроекономічну ситуацію як передумову фінансової нестабільності. Крім того, предметом аналізу в їх дослідженнях є причини, що призводять до зміни структури всієї фінансової сфери та розширення боргової економіки, що включає борги корпоративного сектора, населення, банків, держави [12, с. 297, 298].

Найбільш предметно чинники нестабільності висвітлені в "гіпотезі фінансової нестабільності" [13—15], яку розробив представник посткейнсіанства, американський економіст Хайман Філіп Мінські (1919—1996 рр.). Слід підкреслити, що результати дослідження Х. Ф. Мінські не знайшли належної підтримки у колег-сучасників, оскільки його аналітичний апарат і нормативний підхід різко контрастував з популярними тоді ідеями та не



відповідав домінуючим положенням економічної теорії того часу.

До цінних рис гіпотези фінансової нестабільності Х.Ф. Мінські можна віднести те, що вона предметно доповнює кейнсіанську концепцію сукупного попиту факторами очікувань і невизначеності; демонструє, що інвестиційний компонент сукупного попиту залежить від довгострокових очікувань як підприємств, так і фінансистів; підтверджує, що причиною нерівноважного стану і безробіття є будь-які неочікувані події, які погіршують кон'юнктуру і провокують безробіття [16].

До вагомих здобутків вченого належить те, що він предметно дослідив особливості фінансової системи, які склалася наприкінці ХХ ст. Також Х.Ф. Мінські звернув увагу, що капіталістична економіка внутрішнє породжує фінансові чинники криз, а економічні цикли залежать від еволюції фінансової системи. Крім того, він довів, що економічні кризи породжуються не лише змінами очікувань агентів ринку, але й, що дуже важливо в контексті оцінки чинників фінансової нестабільності, систематичною нездатністю фірм до погашення своїх боргів.

Слід підкреслити, що відповідно до гіпотези фінансової нестабільності динаміка економічного розвитку значною мірою залежить від того, з яких джерел фірми здійснюють інвестиції в основний капітал. При цьому Х.Ф. Мінські наголошував, що емісія боргових зобов'язань буде виправданою, якщо капітальні активи, в які були інвестовані запозичені кошти, зможуть забезпечити необхідний для погашення зобов'язань потік доходів, або квазірент (тобто операційний прибуток як різниця між виручкою та собівартістю) [17, с. 99—117].

З метою ілюстрації "правоти" гіпотези фінансової нестабільності Х.Ф. Мінські поділив фірми на три групи, діяльність яких базується на: а) забезпеченому, б) спекулятивному, в) Понці-фінансуванні. За висновками Х.Ф. Мінські при забезпеченому фінансуванні фірми можуть повністю погашати свої боргові зобов'язання за рахунок власного прибутку і не залучати кредити банків, не емітувати нові боргові зобов'язання для рефінансування вже існуючого боргу. При цьому фірми мають незначні борги в структурі пасивів та достатньо високий обсяг власних ресурсів. Спекулятивне фінансування характеризується тим, що впродовж певного часу боргові зобов'язання фірми перевищують очікувану величину валового доходу, тобто такі фірми, використовуючи потік доходів, здатні сплачувати процентні платежі, але не можуть виплачувати основну суму боргу. Для недопущення дефолту вони змушені емітувати нові боргові зобов'язання або брати нові кредити. Для фірм, що використовують спекулятивне фінансування необхідно мати не тільки стійкий потік квазірент, а й стабільність процентних ставок. Особливістю Понці-фінансування є те, що готівкові зобов'язання по сплаті процентів фірми не покриваються її доходами, які отримані в результаті очікуваного перевищення надходжень над поточними витратами на оплату робочої сили та матеріалів. Тому для виплати процентів на погашення боргу фірмі необхідно брати нову позику [18, с. 58]. Х.Ф. Мінські звертає увагу, що коли значна маса проектів базується на спекулятивному та Понці-фінансуванні — це сигнал переходу економіки до фази спаду ділової активності, що підсилює нездатність фірм до своєчасного погашення створених ними боргів.

Карло Понці (1882—1949 рр.) народився в Пармі (Італія); в 1903 р. емігрував до США. Придумав спосіб так званого "чесного" відбирання грошей у громадян, який увійшов в історію як "схема Понці", тобто позичання грошей під високі проценти у друзів та знайомих для нібито здійснення дуже прибуткових операцій. Процентні сплачувались за рахунок залучення коштів нових учасників схеми. Від афер Понці постраждали 40 млн вкладників у США ([www.peoples.ru/undertake/finans/pontsi/index.html](http://www.peoples.ru/undertake/finans/pontsi/index.html)) [17, с. 103].

Х.Ф. Мінські попереджав, що найбільш прийнятним для економіки є забезпечене фінансування. Але для цього необхідно активно накопичувати власні ресурси (нерозподілений прибуток, збільшувати частку власного капіталу в структурі балансу). Але такі позиції Х.Ф. Мінські не розділяли окремі дослідники, які вважали, що забезпечене фінансування свідчить про значний заділ ліквідності, тобто зайву "подушку" ліквідності і підтримувати такий стан потрібно лише тоді, коли є ризик значного погіршення кон'юнктури, настання кризових явищ, масові дефолти, недовіра до банків з боку фірм та населення. Але реальність довела правоту висновків та застережень Х.Ф. Мінські [19].

Х.Ф. Мінські пропонував оптимальне поєднання забезпеченого фінансування з одночасним використанням фінансових важелів у вигляді емісії боргу. Як історичний приклад переваг забезпеченого фінансування в економіці США Х.Ф. Мінські наводив перші два десятиліття після Другої світової війни. При цьому зверталася увага на виникнення підстав для нестабільності, коли високі темпи економічного росту, відносна стабільність банківського сектору та фінансового ринку, з одного боку, сприяють формуванню оптимістичних очікувань економічних агентів, а з іншого — провокують перехід до нових, але дуже ризикованих фінансових інструментів. Тобто на фоні відносної стабільності починають зароджуватися підстави для економічної нестабільності. Тому Х.Ф. Мінські звертає увагу, що "...всередині складної динамічної фінансової системи формуються могутні дестабілізуючі імпульси, настільки могутні, що глибокі депресії є цілком природним наслідком вільного капіталізму. Тому фінанс не варто залишати на відкуп вільному ринку..." [20].

М. Столбов, узагальнюючи думки Х.Ф. Мінські, підтвердив значимість першої та другої теорем гіпотези фінансової нестабільності. Перша теорема — в економіці існують режими фінансування, що сприяють стабільності та такі, що її підривають. Друга теорема — при тривалих періодах розквіту економіки в ній здійснюється перехід від фінансових відносин, що сприяють стабільності, до відносин, що її підривають. При цьому перехід від стабільності спочатку призводить до фінансової крихкості, а потім до фінансової нестабільності, що значною мірою зумовлено ірраціональними психологічними мотивами економічних агентів. Як зазначає М. Столбов, гіпотеза фінансової нестабільності має ряд важливих орієнтирів для формування економічної політики [18, с. 58, 59, 62—64]. По-перше: ендегенний характер переходу від забезпеченого до спекулятивного та Понці-фінансування вимагає відповідного моніторингу та державного втручання в цілях недопущення широкомасштабних криз, подібних Великій депресії. По-друге, успіхи антициклічної політики можуть носити короткочасний характер. Арсенал її засобів необхідно переглядати та адаптувати, оскільки в економіці постійно

Таблиця 1. Основні чинники фінансової нестабільності в різних теоретичних школах

Теоретичні школи	Основні ідеї в частині ідентифікації чинників нестабільності
<i>Дефіцит, борг, інфляція, кредит, грошова пропозиція</i>	
Теорія суспільного добробуту	Ключова мета «політики добробуту» - поліпшення якості життя населення, тому фундаментом суспільного добробуту є соціальна захищеність громадян. В умовах низького рівня доходів і благополуччя громадян зростає відповідальність та витрати держави в сфері соціального захисту, що призводить до нарощення <b>дефіциту бюджету</b>
Теорія боргової дефляції І. Фішера	Головними причинами фінансової кризи є спочатку – <b>надмірна заборгованість, а потім – дефляція</b> . Інші фактори - невідповідність між заощадженнями та інвестиціями, недостатнє споживання, надмірне витрачання коштів, зокрема з бюджету, не в змозі привести до кризи. Спіральну дефляцію І. Фішер пояснює як «...дефляцію, викликану боргами, яка реагує на борги, а кожний неоплачений долар боргу, зростає в ціні...»
Підходи Р. Хоутрі і Ф. Хаска до аналізу економічних циклів	Причиною кризи є штучне <b>звуження грошової пропозиції</b> емісійними банками, які для захисту касової готівки та підтримки курсу національної валюти підвищують відсоткову ставку
Гіпотеза фінансової нестабільності Х.Ф. Мінські	Фінансова нестабільність настає через <b>неможливість погасити борги, погіршення структури джерел ресурсів суб'єктів господарювання</b> ; стрімке нарощення позикового капіталу у фінансуванні господарської діяльності; поширення ризикованих фінансових інструментів
Теорія обмеженості М. Туган-Барановського	Економічний цикл залежить від розширення чи <b>звуження банківського кредиту</b> , що у різний спосіб провокує диспропорції в економіці; крім того, причина криз полягає в неоптимальному розподілі національного доходу та обмеженості продуктивних сил
Грошова теорія Р. Хоутрі, М. Фрідмена	Криза та нестабільність проявляється через <b>масштабне розширення банківського кредиту</b> , який може бути спрямований в неефективні сфери та галузі
Монетаристська модель економічної рівноваги М. Фрідмена	Монетарна теорія циклу М. Фрідмена виходить з того, що головну роль у динаміці національного доходу і відповідного циклу відіграє <b>нестабільність грошової пропозиції, надлишок якої створює монетарна політика держави</b> . Замість державної політики експансії запропоновано проводити політику стримування – <b>обмеження доходів населення, рівня сукупного попиту, державних витрат, і, в першу чергу, приросту грошової маси</b>
Теорії посткейнсіанства	Під час аналізу етапів розвитку пропонується враховувати чинники <b>безробіття</b> , інфляції (стагфляції), цінні коливання на різні групи товарів та послуг
Теорія нового кейнсіанства	Розглядається проблематика <b>ринків капіталу, праці</b> , товарів, поведінки господарських агентів, впливу фінансової сфери та грошового фактора на макроситуацію, створення передумов фінансової нестабільності, а також причин <b>зміни структури всієї фінансової сфери, розширення боргової економіки</b>
<i>Споживання, заощадження, нагромадження</i>	
Теорія циклу Дж.М. Кейнса	Розглядає цикл у контексті взаємодії руху <b>національного доходу, споживання і нагромадження основного капіталу</b> , а циклічний процес через призму динаміки ефективного попиту, функцій споживання й інвестицій, де попит доцільно стимулювати механізмами державного регулювання
Теорія "надмірного інвестування" Р. Хаска, Л. Мізеса	Головна причина циклічного розвитку – випереджаючий <b>відрив інвестицій від заощаджень</b> , що призводить до нерационального інвестування
Теорія диспропорційності А. Афталіона	Досліджує диспропорції між <b>виробництвом предметів споживання і нагромадженням</b> залежно від життєвого циклу основних фондів
Теорія нововведень Й. Шумпетера	Кожне нововведення порушує певним чином рівновагу, оскільки дає можливість власникам технічних переваг для отримання додаткових прибутків. Економічне зростання, відбувається циклічно через <b>стрибокподібний характер оновлення основного капіталу</b>
<i>Розміщення капіталу на фінансових та фондовому ринках</i>	
Модель рівноваги на фінансових ринках В. Шарпа	Центральна проблема у сфері фінансової діяльності підприємств - <b>ціноутворення на фінансових ринках</b> . Ціна окремих капітальних активів залежить від очікуваної рентабельності та ризику реальних і фінансових інвестицій
Портфельна теорія Марковіца	Формування портфеля цінних паперів включає визначення конкретних активів для вкладення коштів, а також <b>пропорцій розподілу інвестованого капіталу між активами</b> . Теорія вибору оптимальної структури портфеля базується на врахуванні <b>чинників невизначеності та ризику</b> за різними типами активів: <b>акціями, облигаціями, нерухомістю, матеріальними цінностями тощо</b>
Модель оцінки опціонів Блейка-Шоулса	Базується на можливості здійснення безризикової угоди з одночасним використанням акції та випсаного на неї опціону
Арбітражна теорія С. Росса	<b>Існує певна кількість факторів, які мають вартісну оцінку, що впливають на ставку очікуваного доходу за цінним папером</b> . Якщо з якихось причин ці фактори не можуть чинити свій вплив, то на ринку капіталів створюються можливості для арбітражних операцій з продажу цінного паперу за вищою ціною з одночасною купівлею, але за нижчою ціною (або навпаки), які забезпечують одержання при цьому безризикового доходу

Джерело: узагальнено та систематизовано на основі [2; 4; 5; 15; 18; 21—27].

створюються фінансові інновації, які згодом можуть підірвати стабільність. По-третє, податково-бюджетна та грошово-кредитна політики — комплементарні, а не конкуруючі інструменти стабілізації в умовах кризи. Завдання уряду полягає в тому, щоб максимально гармонізувати всі складові економічної політики, які б дозволили уникати утворення та нарощення чинників нестабільності.

У статті значна увага гіпотезі фінансової нестабільності Х.Ф. Мінські приділена не випадково. На наш погляд в ній предметно прослідковуються дуже важливі чинники фінансової нестабільності, які утворю-

ються в системі фінансових відносин суб'єктів реального сектору економіки і які вимагають посиленої уваги на рівні держави. Крім того, Х.Ф. Мінські розглядає фінансову нестабільність у контексті взаємного впливу факторів, які виникають у наслідок взаємодії реального і фінансового секторів, а також безпосереднього впливу фінансової системи на макроекономічну ситуацію.

Причини нестабільності можна віднайти в багатьох економічних теоріях. Основні ідеї таких теорій в частині ідентифікації чинників фінансової нестабільності представлено в таблиці 1.

Таблиця 2. Стан врахування в нормативних та методичних документах чинників фінансової нестабільності, які визначені в різних теоретичних школах

Група індикаторів, що впливають із економічних теорій	Методика ЄС (Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances)	Методика фінансової стабільності МВФ для фінансових корпорацій	Методика фінансової стабільності МВФ для нефінансових корпорацій	Концепція фінансової безпеки України	Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України
1	2	3	4	5	6
Дефіцит бюджету	+			+	+
Державний борг	+			+	+
Обслуговування боргу				+	+
Корпоративний борг	+		+	+	
Податковий борг				+	
Рівень тіньової економіки					+
Інфляція	+			+	+
Монетизація економіки					
Кредитування економіки	+				+
Інвестиції					+
Заощадження					+
Нагромадження					+
Сальдо рахунку поточних операцій	+				+
Чиста міжнародна інвестиційна позиція	+				
Реальний ефективний обмінний курс (РЕОК)	+				+
Частка експорту в платіжному балансі	+				+
Достатність капіталу		+			
Величина активів та їх якість		+		+	
Рівень прибутку та рентабельність		+	+	+	+
Стан ліквідності		+			+
Знос основних засобів					+
Ринок цінних паперів	+				+
Ринок нерухомості	+		+		
Доходи населення					+
Безробіття	+				+

Джерело: узагальнено та систематизовано авторами.

Узагальнені та систематизовані чинники фінансової нестабільності, які представлені в різних теоретичних школах показали, що для предметного аналізу економічних тенденцій та розпізнавання загроз необхідно розробити достатньо широкий пакет індикаторів. Це дозволить досить повно діагностувати чинники фінансової нестабільності та кваліфікувати стан економіки, в тому числі передкризовий, або кризовий.

Для того, щоб перевірити, наскільки повно використовуються теоретичні підходи до оцінки фінансової нестабільності в реальній практиці, авторами здійснено перекресний аналіз складу індикаторів, що застосовуються для ідентифікації чинників фінансової нестабільності в Методичних рекомендаціях з оцінки фінансових зовнішніх і внутрішніх дисбалансів у країнах ЄС, Рекомендаціях МВФ з оцінки фінансової стійкості фінансових і нефінансових корпорацій, Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Концепції забезпечення національної безпеки у фінансовій сфері Міністерства фінансів України (табл. 2). Методичні підходи та розробки на рівні МВФ, ЄС та України докладно проаналізовані в авторській статті "Методичні підходи до оцінки впливу чинників фінансової нестабільності на державні фінанси" [28, с. 5—16].

У результаті аналізу таблиці 2 можна зробити висновки, що на даний час, як в зарубіжній практиці, так і в методичних розробках в Україні відсутній цілісний нор-

мативно-методичний документ, в якому було б найбільш повно представлено пакет індикаторів для оцінки стану фінансової нестабільності. У жодному з документів не представлено вичерпний перелік індикаторів, які впливають із економічної теорії, що дозволило б об'єктивно оцінити наявні чинники фінансової нестабільності (або їх відсутність). Найбільш повно пакет індикаторів для аналізу чинників фінансової нестабільності наведено в Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки України Міністерства економічного розвитку і торгівлі України (графа 6 табл. 2), але вони не визначаються як чинники фінансової нестабільності (або дисбаланси), а названі індикаторами економічної безпеки. При цьому діагностика загроз економічній безпеці в Україні в повному пакеті не здійснюється, а Методика розрахунку рівня економічної безпеки носить не обов'язковий, а рекомендаційний характер. Посібник МВФ з фінансової стабільності (для фінансових та нефінансових корпорацій, домогосподарств, фондового ринку) використовує Національний банк України, який в червні 2016 року оприлюднив перший Звіт про фінансову стабільність. Індикатори фінансової стабільності Національний банк України розраховує лише по депозитних установах і частково ринку нерухомості, які розміщує на офіційному сайті в рубриці "статистика". Європейська процедура визначення макроекономічних дисбалансів (Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances) поки що в Україні не застосовуєть-



ся, а лише є предметом досліджень науковців. У жодному методичному документі не згадується про такий важливий показник, як рівень монетизації економіки, який визначає стан платоспроможності суб'єктів економіки та їх можливість не тільки вчасно сплачувати податки до бюджету, а й вести господарську та інвестиційну діяльність.

Таким чином, на теперішній час розроблено декілька методичних документів з оцінки чинників фінансової нестабільності (дисбалансів), але вони охоплюють різне коло індикаторів. Для того, щоб здійснювати комплексний причинно-наслідковий аналіз тенденцій нестабільності в країні (зокрема внутрішніх і зовнішніх дисбалансів) необхідно їх гармонізувати, включивши якомога ширший спектр показників, що представлені в різних економічних школах. Йдучи по шляху поєднання теорії і практики можна створити умови для адекватного аналізу економічних тенденцій, що особливо важливо з огляду на нестабільність в глобальному масштабі.

Крім того, дослідження теоретико-методичних підходів різних шкіл засвідчило важливість аналізу інституційно-організаційних факторів діяльності фінансово-економічної системи та їх впливу на суспільний розвиток, які не завжди можна представити у вигляді конкретного індикатора. Тому детальне вивчення інституційних умов фінансово-економічної системи в контексті її впливу на макроекономічний розвиток та фінансову стабільність ще попереду.

Література:

1. Финансовая архитектура посткризисного мира: эффективность и/или справедливость? / Резюме доклада по материалам международного исследования / Институт посткризисного мира. — 2009 (май) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: — <http://post-crisisworld.org>
2. Апокин А.Ю. Финансовая составляющая "проблемы глобальных дисбалансов" в мировой экономике. А.Ю. Апокин // Проблемы прогнозирования. — 2008. — № 4. — С. 123—129. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://dlib.eastview.com/browse/doc/18846823>
3. Система антикризової діагностики стану державних фінансів України: імітаційно-мережеве моделювання і проактивне реагування на причини криз [Текст] / Аналітична доповідь, версія 2.10. / Міністерство фінансів України. — К.: — 2011. — 142 с.
4. Скоробагач О.І. Сутність і теоретичні підходи до аналізу фінансової нестабільності / О.І. Скоробагач [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://soskin.info/ea/2012/7-8/201222.html>
5. Финансовый кризис и провалы современной экономической науки. Материалы междисциплинарного симпозиума. Свободный университет Берлина, 2008 год // Вопросы экономики. — 2010. — № 6. — С. 10—24.
6. Смыслов Д.В. Глобальные дисбалансы и согласование национальных макроэкономических политик в рамках "Группы 20" / Д.В. Смыслов // Деньги и кредит. — 2011. — № 8. — С. 7—12.
7. Неравномерное распределение долга [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://iee.org.ua>
8. Лидеры ЕС призвали США, Японию и Китай провести реформы. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://iee.org.ua>

9. Баліцька В.В. Накопичення боргів в національній економіці / В.В. Баліцька // Актуальні проблеми економіки. — 2013. — № 1. — С. 33—43.

10. Нусратуллин В.К. Неравновесная экономическая теория — новое направление теоретических исследований в экономике // Вестник Челябинского университета. Сер. 8: Экономика. Социология. Социальная работа. — 2002. — № 1. — С. 64—70.

11. Двадцать три причины мирового кризиса [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.polit-pnov.ru/2009/10/13/crisisology23cause36/>

12. Історія економічних учень: підручник: у 2-х ч. — Ч. 2; [за ред. В. Д. Базилевича]. — К.: Знання, 2006. — 575 с. — (3-тє вид., випр. і доп.).

13. Розмаинский И. Вклад Х.Ф. Мински в экономическую теорию и основные причины кризисов в поздней индустриальной денежной экономике / И. Розмаинский // TERRA ECONOMICUS. — 2009. — Т. 7. — № 1. — С. 31—42.

14. Розмаинский И. "Закон тенденции внутренних денег к эндогенизации": сущность, причины и ограничения / И. Розмаинский [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ie.boom.ru/Rozmainsky>

15. Розмаинский И.В. "Гипотеза фінансової нестабільності" Мински: теорія ділового циклу XXI століття / И.В. Розмаинский [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ie.boom.ru/Rozmainsky/fragilation.htm>

16. 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. — N 1. — P. 5—16.

17. Несветаилова А. Экономическое наследие Хаймана Мински / А. Несветаилова // Вопросы экономики. — 2005. — № 3. — С. 99—117.

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

19. Іванов О. Фінансові чинники незворотності економічних криз / О. Іванов [Электронный ресурс]: — Режим доступа: <http://www.wikipedia>

20. Minsky H.P. Stabilizing an Unstable Economy N.Y. etc. 2008. — P. 120.

21. Соболев В.О. Розвиток теорії криз: узагальнення Й.Шумпетера та сучасні підходи / В. О. Соболев // Науковий вісник Чернівецького університету. — 2011. — Вип. 579—580. Серія "Економіка". — С. 36—40.

22. Динкевич А.И. Мировой финансово-экономический кризис (Опыт структурно-функционального анализа) / А.И. Динкевич // Деньги и кредит. — № 10. — 2009. — С. 23—24.

23. Економічна енциклопедія: в 3-х т. Т. 3; [редкол.: С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін.]. — К.: Видавничий центр "Академія", 2002. — 952 с. — Библиогр.: в тексті.

24. Економічна теорія: Політекономія: посіб. [для вищ. навч. закл.] / За ред. В.Д. Базилевича. — 3-тє вид., перероб. і доп. — К.: Знання-Прес, 2004. — 615 с. — (Вища освіта XXI ст.).

25. Кузьменко В.П. Теория экономических циклов и глобальный финансовый кризис / В.П. Кузьменко [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://iee.org.ua>

26. Моделі ідентифікації макроекономічних дисбалансів в Україні: кол. моногр. / За ред. д-ра екон. наук Скрипниченко М.І.; НАН України, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України". — К., 2015. — 544 с.

27. Хансен Элвин. Денежная теория и финансовая политика / Хансен Элвин.; [пер.с англ.]. — М.: Дело, 2006. — 312 с.

28. Балацька В.В., Короткевич О.В. Методичні підходи до оцінки впливу чинників фінансової нестабільності на державні фінанси // Інвестиції: практика та досвід. — 2016. — № 17. — С. 5—16.

References:

1. Institute of Post-Crisis World (2009) "Financial architecture of post-crisis world: the effectiveness and / or justice?" Rezjume doklada po materialam mezhdunarodnogo issledovanija, Retrieved from: <http://postcrisisworld.org>(Accessed 20 November 2016).

2. Apokin, A.Ju. (2008), "The financial component of the "global imbalances" in the global economy", Problemy prognozirovanija. vol.4, pp.123—129. Retrieved from: <http://dlib.eastview.com/browse/doc/18846823> (Accessed 20 November 2016).

3. Ministry of Finance of Ukraine (2011), "The system diagnostics anti-crisis public finances Ukraine: network simulation-modeling and proactive response to the causes of the crisis" Analitichna dopovid', 2.10.rd ed, 142 p.

4. Skorobahach, O.I. (2012), "The essence and theoretical approaches to the analysis of financial instability" available at: <http://soskin.info/ea/2012/7-8/201222.html> (Accessed 20 November 2016).

5. Finansovyj krizis i provaly sovremennoj jekonomicheskoy nauki. Materialy mezhdisciplinarnogo simpoziuma. Svobodnyj universitet Berlina (2010) "The financial crisis and the failures of modern economic science" Voprosy ekonomiki vol. 6, pp. 10—24.

6. Smyslov, D.V. (2011), "Global imbalances and the coordination of national macroeconomic policies within the framework of the "Group of 20"", Den'gi i kredit, vol. 8, pp. 7—12.

7. Institute of Evolutionary Economics (2013), "The uneven distribution of the debt", Retrieved from: <http://iee.org.ua> (Accessed 20 November 2016).

8. Institute of Evolutionary Economics (2012), "The EU leaders called on the United States, Japan and China to carry out reforms", Retrieved from: <http://iee.org.ua> (Accessed 20 November 2016).

9. Balits'ka, V.V. (2013), "The accumulation of debt in the national economy", Aktual'ni problemy ekonomiky vol. 1, pp. 33—43.

10. Nusratullin, V.K. (2002), "Non-equilibrium economic theory — a new direction-cal theoretical research in economics", Vestnik Cheljabinskogo universiteta, Ser. 8: Jekonomika. Sociologija. Social'naja rabota, vol. 1, pp. 64—70.

11. Independent analytical review (2009), Dvadcat' tri prichiny mirovogo krizisa. "Twenty-three causes of the global crisis". Retrieved from: <http://www.polit.nnov.ru/2009/10/13/crisisology23cause36/> (Accessed 20 November 2016).

12. Bazilevich, V.D. (2006), Istoriia ekonomichnykh uchen [The history of economic studies]. (Vols. 1—2; Vol. 2). (3d ed). Kyiv: Znannia.

13. Rozmainsky, I. (2009), Vklad H.F. Minski v jekonomicheskiju teoriju i osnovnye prichiny krizisov v pozdneindustrial'noj denezhnoj jekonomike. "Contribution Minsky H.F. in economic theory and the basic causes of the crises in the late industrial monetary economics", TERRA ECONOMICUS, vol. 7, no 1, pp. 31—42.

14. Rozmainsky, I. (n.d.) "Zakon tendencii vnutrennih deneg k jendogenizacii": sushhnost', prichiny i ograničenija. "Law trend of inside money to endogenization": the nature, causes and limits. Retrieved from: <http://ie.boom.ru/Rozmainsky> (Accessed 20 November 2016).

15. Rozmainsky, I. (n.d.) Hipoteza finansovoi nestabilnosti" Mynsky: teoriia dilovoho tsykladu KhKhI stolittia. "Financial instability hypothesis of Minsky: the theory of the business cycle of the XXI century". Retrieved from: <http://ie.boom.ru/Rozmainsky/fragilation.htm> (Accessed 20 November 2016).

16. Minsky, H. (1977), The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to "Standard" Theory / H. Minsky // Nebraska Journal of Economics and Business, Vol. 16, N 1, pp. 5—16.

17. Nesvetajlova, A. (2005), Jekonomicheskoe nasledie Hajmana Minski. "The economic legacy of Hyman Minsky". Voprosy jekonomiki — Questions of economy, 3, pp. 99—117.

18. Stolbov, M. (2010), Gipoteza finansovoj nestabil'nosti Hajmana Minski i jekonomicheskij krizis v Rossii. "Financial instability hypothesis of Hyman Minsky and economic crisis in Russia". Mirovaja jekonomika i mezhdunarodnye otnoshenija — World Economy and International Relations. 3, 56—64.

19. Ivanov, O. (n.d.). Finansovi chynnyky nezvorotnosti ekonomichnykh kryz. "Financial factors irreversibility of economic crisis". available at: <http://www.wikipedia>

20. Minsky, H.P. (2008), Stabiliring an Unstable Economy, N.Y. etc. p.120.

21. Soboliev, V.O. (2011), Rozvytok teorii kryz: uzahalennia I.Shumpetera ta suchasni pidkhody. "The development of the theory of crises: J.Schumpeter synthesis and modern approaches" Naukovyi visnyk Chernivetskoho universytetu — Scientific Bulletin of Chernivtsi University. 579—580, Series "Economy", 36—40.

22. Dinkevich, A.I. (2009), Mirovoj finansovo-jekonomicheskij krizis (Opyt strukturno-funkcional'nogo analiza). "The global financial and economic crisis (Experience of structural-functional analysis)". Den'gi i kredit — Money and credit. 10, 23—24.

23. Mochernyi, S. V. (2002), Ekonomichna entsyklopediia. "Economic Encyclopedia". (Vols. 1—3; Vol. 3). K.: Vydavnychiy tsentr "Akademiiia".

24. Bazylevych, V. D. (2004), Ekonomichna teoriia: Politekonomiia. "Economics: Political Economy". (3d ed.) Kyiv: Znannia-Pres.

25. Kuz'menko, V.P. (n.d.), Teorija jekonomicheskikh ciklov i global'nyj finansovyj krizis. "The theory of economic cycles and the global financial crisis". Retrieved from: <http://iee.org.ua> (Accessed 20 November 2016).

26. Skrypnychenko, M.I. (2015), Modeli identyfikatsii makroekonomichnykh dysbalansiv v Ukraini. "Models of identification of macroeconomic imbalances in Ukraine". Kyiv. NAN Ukraine, DU "Instytut ekonomiky ta prohnozuvannia NAN Ukrainy".

27. Jelvin, H. (2006), Denezhnaja teorija i finansovaja politika. "Monetary Theory and Financial Policy". (Trans) Moscow: Delo.

28. Balits'ka, V.V. Korotkevych, O.V. (2016), "Methodological approaches to assessing the impact of financial instability factors on public finances", Investytsii: praktyka ta dosvid vol. 17, pp.5—16.

Стаття надійшла до редакції 25.11.2016 р.