



**Чепурко Виктор Васильевич,**  
д.э.н., профессор,  
заведующий кафедрой финансов

338.124.4

### **РИСК ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА: ЯВЛЕНИЕ, СУЩНОСТЬ, ИДЕНТИФИКАЦИЯ**

Современный финансовый кризис, его непосредственные проявления и разрушительные последствия оказались в значительной степени неожиданными. Повышенная экономическая активность, ускоренный рост финансовых рынков, бум строительства и продаж недвижимости, рост банковского сектора и кредитных портфелей вселяли оптимизм. В правительственных, академических и бизнес кругах утвердилось мнение, что установившаяся глобальная экономическая гармония, на страже которой стоят Федеральная резервная система США и международные финансовые организации, имеет прочный характер, и какой либо сдвиг с пути последовательного роста мировой экономики практически невозможен. В 2002 году на торжествах по поводу девяностолетия Милтона Фридмана глава ФРС Бен Бернанке высказал мнение, что Великая депрессия в определенной степени была вызвана действиями его ведомства, но в современных условиях подобное не может повториться. Годом позже лауреат Нобелевской премии по экономике Роберт Лукас писал, что проблема предотвращения депрессии решена на многие годы [1].

Вместе с тем, начиная с 2007 года, проявились явные признаки кризиса. Фактическое банкротство четвертого по активам в США инвестиционного банка Lehman Brothers, кризис ипотечных кредитов, падение котировок фондовых рынков, проблемы ликвидности банков Северной Америки и Европы, стремительное падение курсов многих национальных валют – все это явилось свидетельством того, что мировая финансовая система столкнулась с беспрецедентным по масштабам и последствиям кризисом.

Правительства стран, ФРС, национальные банки, международные экономические организации начали принимать экстренные меры по обузданию кризиса и смягчению его последствий. Одновременно встал вопрос о причинах, предпосылках и факторах мирового финансового кризиса, которые своевременно не были выявлены и в должной мере оценены. Этим аспектам посвящено немало научных публикаций [2, 3]. По существу речь идет о своевременной и адекватной идентификации и оценке риска финансового кризиса. Вместе с тем, данные проблемы не рассматриваются непосредственно через призму теории риска.

Современная теория экономического риска и, в частности, финансового риска получила интенсивное развитие, начиная со второй половины двадцатого века. В трудах Нобелевских лауреатов Г. Марковица, Дж. Тобина, У. Шарпа заложены научные основы идентификации и измерения риска финансовых активов во взаимосвязи с их доходностью. Проблемы оценки и управления финансовыми рисками рассматривались в ряде публикаций. В Украине, начиная с работ В.В. Витлинского, формируется отечественная школа «рискологии». Однако непосредственно риск финансового кризиса как в теоретико-методическом, так и в прикладном плане практически не исследован.

В связи с этим в данной статье поставлена цель: сформулировать теоретические и методические основы идентификации риска финансового кризиса.

Для реализации этой цели последовательно решаются задачи:

- определить основные характеристики финансового кризиса как явления;
- выявить сущность риска финансового кризиса;
- сформулировать методические подходы к идентификации риска финансового кризиса.

Текущий финансовый кризис не является уникальным явлением. Финансовые кризисы в двадцатом веке стали неотъемлемой частью экономической действительности мира. В табл. 1 представлены главные финансовые кризисы, с которыми пришлось столкнуться мировой экономике в XX столетии.

Таблица 1

## Главные финансовые кризисы XX века

Год	Страна	Факторы вызывающие «пузырь» спекуляций	Фактор усиливающий спрос	Пик спекуляции	Пик кризиса
1920-1921	Великобритания, США	Высокий рост цен: акций, сырья, запасов	Деятельность банков	Лето 1920 г.	Весна 1921 г.
1929	США	Сильный рост цен: земли (до 1925 г.) акций (1928-1929)	Акции, купленные в кредит	Сентябрь 1929 г.	Октябрь 1929 г.
1931-1933	Европа	Прекращение поступления кредитов в европейские страны из США	Падение курса валют	1929 г.	Австрия – май 1931 Германия – июнь 1931 Великобритания – сентябрь 1931
1950-1966	Мир	Нестабильность курсов валют			Франция – 1958 Канада – 1962 Италия – 1963 Великобритания – 1964 и т.п.
1974-1975	США, мир	Падение Бреттон-Вудской системы, ОПЕК 1973 – рост цен нефти	Евродолларовый рынок	1973	1974-1975
1979-1982	США, остальной мир	Синдицированные кредиты для стран третьего мира; ОПЕК 1979 – рост цен нефти; рост цен недвижимости в США, с/х земли, доллара		1979	- Доллар – 1979 - С/х земля – 1979 - Нефть – 1980 - Задолженность стран третьего мира – 1982
1990	Япония	Сильный рост индекса Nikkei и цен недвижимости	Падение процентных ставок в 1986	Первая половина 1989	Январь 1990
1994-1995	Мексика	Дерегуляция, приток и отток капитала, внутренний бум	Банковские кредиты. Новые банки – 1991. Приватизация – 1991.	1994-1995	1994-1995
1997-1998	Таиланд, Индонезия, Малайзия, Корея, Россия, Бразилия	Дерегуляция, приток и отток капитала, заграничная задолженность	Банковские кредиты. Бум в строительстве	1997-1998	1997-1998

Источник: Kindleberger Ch., Aliber R. Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises, John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition, 2005, s. 300-303 (отдельные позиции).

Можно заметить аналогию в возникновении финансовых кризисов. Вместе с экономической экспансией повышался оптимизм инвесторов, росла динамика выданных кредитов, и ускорялся экономический рост. Растущее предложение кредитов и обещающие хозяйственные перспективы часто вели к экономическому буму. В ожидании выгодной экономической конъюнктуры росли капиталовложения фирм, а также потребительские расходы домашних хозяйств. В период сильного экономического роста растущее число инвесторов увлекалось капиталовложениями имеющими цель генерировать краткосрочные прибыли (растущая ценовая спекуляция), в то время как долгосрочные капиталовложения теряли значение. В результате образовывался спекулятивный «пузырь». В такой последовательности возник кризис конца двадцатых годов, отличающийся наиболее серьезными последствиями и масштабами.

Валютные кризисы начинались с опасений инвесторов относительно возможности удержать ценность валют около паритета, с последующими повышениями процентных ставок с целью убеждения инвесторов относительно силы валюты. Рост ставок процента в свою очередь влиял на рост цены кредита, а в результате на задержку внутренних хозяйственных процессов, рост

банкротства предприятий, падение банков. В результате центральные банки были вынуждены менять денежную политику или снижать процентные ставки, отказываясь тем самым от поддержки национальных валют. В конце концов, это привело к падению системы Bretton Woods в начале семидесятых годов.

В последние десятилетия XX века кризисы привели к деформациям банковских систем во многих странах. Банки были вынуждены смириться с тяжелыми потерями в связи с выданными кредитами. В Таиланде, Малайзии, Индонезии, Мексике, Бразилии и Аргентине банки потеряли 20-50% своих активов. Кроме этого Таиланд, Малайзия, Индонезия, Мексика, Бразилия и Аргентина оказались перед лицом параллельно протекающих банковского и валютного кризисов.

Вследствие финансового кризиса наступают нарушения в функционировании финансовых рынков и экономике в целом. Нарушения в функционировании финансовых рынков могут проявиться в нескольких плоскостях. Во-первых, нарушения могут выступить в одном из элементов финансовой системы с последующим распространением на очередные сегменты рынка, очередные страны, очередные системы, в том числе реальную экономику. Во-вторых, нарушения могут касаться одной группы участников финансового рынка или разных групп. Так, например, при столкновении с кризисом у поставщиков финансовых ресурсов растет антипатия к риску, и они могут сдерживать приток фондов на рынок. Или же под влиянием кризиса получатели капитала могут отказаться от пользования из фондов финансового рынка. В-третьих, вызванные финансовым кризисом нарушения в функционировании финансового рынка могут привести к невыполнению обязательств со стороны контрагентов, что часто оканчивается банкротством инвестора. В каждом из этих случаев появляется проблема потери ликвидности на финансовом рынке со всеми ее отрицательными последствиями.

Таким образом, финансовый кризис проявляется в нарушении нормального функционирования одного или нескольких элементов финансового рынка или финансовой системы в целом. Если, исходя из теории систем, рассматривать экономические образования различных уровней как экономические системы, атрибутивно включающие финансовые подсистемы, то можно говорить о финансовом кризисе как о значимом расстройстве функционирования этих подсистем, нарушающем устойчивость экономических систем в целом.

Любая финансовая подсистема является хрупкой и неустойчивой. В каждой существует проблема выполнения обязательств и пользования обязательствами финансовых инструментов. На практике нет выбора между двумя финансовыми системами, без и с признаками неустойчивости. Возможен только выбор между неустойчивостью при экономическом росте и отсутствием какой либо хрупкости, но при отсутствии экономического роста. Следовательно, проблема финансового кризиса объективно существует, начиная с уровня предпринимательской единицы и до мировой финансовой системы в целом.

Так, например, финансовый кризис страны, в самом общем плане, можно определить как глубокое расстройство государственной финансовой системы, проявляющееся в резком несоответствии доходов бюджета его расходам, неспособности государства обслуживать внешний и внутренний долги, нестабильности и падении валютного курса национальной денежной единицы, взаимных неплатежах экономических субъектов, несоответствии денежной массы в обращении требованиям закона денежного обращения, повышенной инфляции и неустойчивости курсов ценных бумаг. В теории финансовых кризисов на уровне страны, как правило, выделяют следующие составные части: бюджетный кризис, банковский кризис, долговой кризис, кризис денежного обращения, биржевой (фондовый) кризис, валютный кризис. Различные страны в разное время могут быть подвержены одному или нескольким видам финансового кризиса. Если же проявляется сразу большинство видов кризисов, то наступает наиболее разрушительный системный финансовый кризис.

Неустойчивость, сложность и динамизм финансовых систем обуславливают неопределенность относительно предвидения будущих их изменений под влиянием внешней среды и внутренних условий. Эта неопределенность лежит в основе риска.

Автор, исходит из того, что риск является объективно-субъективной категорией. То есть причины и факторы риска существуют объективно, но всегда необходим субъект, который их идентифицирует и оценивает риск.

Таким образом, с точки зрения диалектики можно утверждать, что риск отражает отношения между действительностью и возможностями ее трансформации в некую будущую действительность как равнодействующую причин и следствий, случайного и необходимого, внутренних и внешних условий, существующей неопределенности (рис. 1).

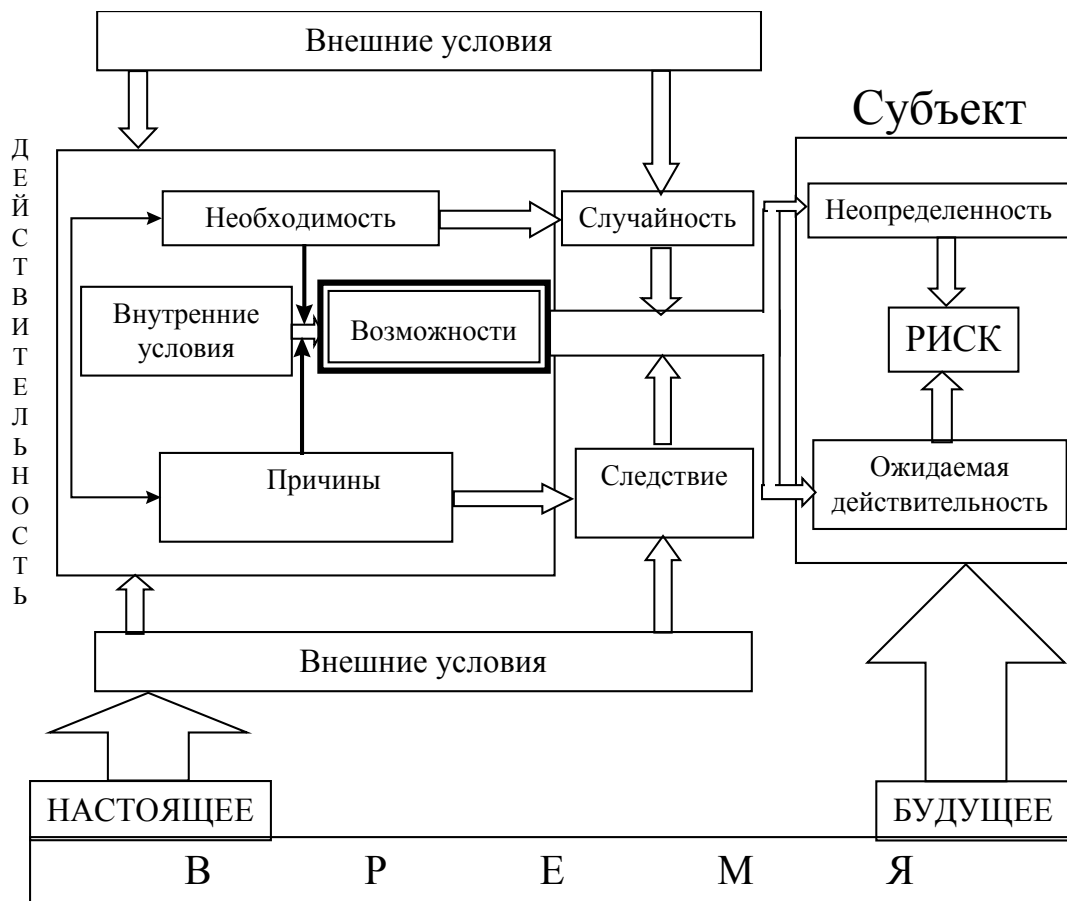


Рис. 1. Схематическое представление диалектической природы категории экономического риска

Основываясь на диалектическом и системном подходах, предложена дефиниция категории экономического риска как познаваемых при неисчерпаемой неопределённости отношений между действительностью экономической системы и возможностями ее трансформации в будущем состоянии, возникающее из взаимодействий причин и следствий, случайного и необходимого, внутренних и внешних условий, в аспекте соотношения выгод и потерь [4].

Путем перехода от общего в этом определении к особенному в конкретных феноменах экономического риска могут быть сформулированы согласующиеся с общим понятия любых специфических рисков. Так, под риском финансового кризиса следует понимать познаваемые возможности будущих изменений в состоянии и функционировании элементов финансовой подсистемы, которые могут привести к ее деформации в степени, ставящей под угрозу экономическую активность и грозящей регрессом экономической системы в целом.

Эмпирически рассматривая табл. 1, можно уже заметить некоторую аналогичность последовательности возникновения различных кризисов. В теоретическом плане появление возможности возникновения кризиса можно диагностировать с помощью моделей различных циклов. Наиболее актуальной применительно к текущему глобальному финансовому кризису представляется модель американского ученого-экономиста Хаймана Мински (англ. Hyman P. Minsky), который еще в 1986 опубликовал свою теорию возникновения финансового кризиса, не вызвавшую тогда ожидаемого отклика. В период текущего кризиса эта работа переиздана и воспринимается по числу упоминаний и цитирований как «библия».

Х. Мински выявил про-циклические изменения в предложении кредитов, которое растет в период динамичного экономического роста и падает, когда экономика замедляется. Экономист выразил убеждение, что именно такой про-циклический характер предложения кредита увеличивает вероятность финансового кризиса.

Он доказал также, что первым шагом к потенциальному финансовому кризису является возникновение в экономической системе некоторого внешнего "шока". Например, в девяностые годы XX века в США "шок" вызвали информационная революция и расцвет новых форм низкзатратных телекоммуникаций. Если "шок" имеет большую силу воздействия, хозяйственные перспективы и

ожидание относительно возможности генерировать прибыли, то открываются радужные перспективы для одного или нескольких секторов экономики. В результате «шок» ведет к экономическому росту выше среднего уровня, что в свою очередь, благоприятствует оптимизму среди всех участников экономических процессов, и в еще большей степени притягивает новых предпринимателей, склонных к вложениям в перспективную по их мнению отрасль. Эти предприниматели нуждаются в дополнительных финансовых ресурсах и повышают спрос на кредиты. Банки, в свою очередь, наращивают предложение. Спекулятивный «пузырь» раздувается до пределов, и в конце концов лопается (табл. 2).

Таблица 2

Упрощенная схема процесса, приводящего к финансовому кризису

Этап	Поведение заемщиков	Поведение банков
Первый	Рост оптимизма	Рост оптимизма
Второй	Повышение прогнозируемой рентабельности в различных сферах инвестиций	Тенденция к недооценке кредитного риска
Третий	Рост склонности к заимствованию <ul style="list-style-type: none"> <li>• Получение потребительских кредитов, а также на приобретение первой жилой недвижимости (цель потребления).</li> <li>• Получение кредитов предназначенных для инвестиций (цель инвестиционная).</li> <li>• Получение кредитов на покупку активов (на рынке недвижимости, рынке ценных бумаг, рынке товаров и т.п.) с целью получения чистой прибыли после выплаты кредита и процентов (цель спекулятивная).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Большая склонность банков к риску.</li> <li>• Конкурентная борьба за повышение доли банка на рынке кредитов.</li> <li>• Рост склонности к кредитованию, даже субъектов, которые ранее считались высоко рискованными.</li> </ul>
Четвертый	«Follow-the-leader» - спекулятивная гонка, втягивающая все большее число участников	
Пятый	Возникает спекулятивный «пузырь»	
Разрыв пузыря со всеми его негативными последствиями		

Источник: разработано автором на основе модели Х. Мински

Бум в модели Х. Мински подпитывается кредитной экспансией, при том, что рост банковского кредитования является очень неустойчивым. В определенные периоды поведения банков может напоминать эйфорию, а в других оно характеризуется чрезмерным ужесточением критериев кредитования, что приводит к сворачиванию предложения кредитных ресурсов.

Методическую основу идентификации риска финансового кризиса в стране должны составить критерии, определяющие критические значения соответствующих макроэкономических показателей и индикаторов финансовых рынков, превышение которых свидетельствует о негативных предпосылках, а также методы и инструментарий ранжирования значимости этих критериев, взвешивания их относительного влияния, обоснования интегрального индикатора и шкалы оценки степени возможности финансового кризиса на основе значения его уровня, оцененного на данный момент времени. Это является предметом дальнейших исследований.

Литература

1. Krugman P. Fighting Off Depression / P. Krugman [Электронный ресурс] - Режим доступа: - [http://www.nytimes.com/2009/01/05/opinion/05krugman.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2009/01/05/opinion/05krugman.html?_r=1)
2. Mihm S. Crisis economics [Текст] / Stephen Mihm, Nouriel Roubini.- New York: Penguin Press, 2010.- 353 с
3. Taylor J. Zrozumiec kryzys finansowy [Текст] / John B. Taylor.- Warszawa: PWN, 2010.- 136 s.
4. Бланк И.А. Управление финансовыми рисками [Текст] / Бланк И.А.- К.: Ника-Центр, 2005.-600 с.
5. Holliwell J. The financial Risk manual [Текст] / John Holliwell.- London: Pearson Professional Limited, 1997.- 357 p.
6. Jajuga K. Zarządzanie ryzykiem [Текст] / Krzysztof Jajuga.- Warszawa: PWN, 2007.-389 s.
7. Вітлінський В.В. Ризикологія в економіці та підприємництві [Текст] : монографія / В. В. Вітлінський, Г. І. Великоіваненко. - К. : КНЕУ, 2004. - 480 с.
8. Minsky H. Stabilizing an Unstable Economy [Текст] / Hyman P. Minsky.-New York: McGraw Hill, International Edition, 2008.- 395 p.