

УДК 336.012.23

**ИССЛЕДОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ ЦИКЛОВ:
СТАНОВЛЕНИЕ, УСПЕХИ, ПРОБЛЕМЫ**Ворожцов В.А.¹, к.х.н., аспирант, 1 годНаучный руководитель: Вымятина Ю.В.¹, к.э.н., доцент, директор программ
по направлению «Экономика»¹Европейский университет в Санкт-Петербурге,
г. Санкт-Петербург

Известно [1], что на протяжении большей части XX века деловые циклы анализировались с привлечением только реальных величин. В экономическом мейнстриме предполагалось, что монетарные факторы имеют второстепенное значение для изменения внутреннего валового продукта (ВВП) и промышленного производства, а взаимосвязь экономики и финансового сектора можно полностью учесть введением в экономические модели процентных ставок. Мировой экономический кризис 2008-2009 годов показал, что приведённые выше воззрения были ошибочными и что функционирование современных экономик невозможно описать без учёта монетарных факторов, которые являются их неотъемлемой частью. Однако необходимо отметить, что пренебрежение финансовыми величинами было распространено в экономической науке не всегда. Экономисты XIX – начала XX века понимали важность кредитования и пузырей в ценах активов для экономических колебаний [2].

Изучение циклического характера экономического развития активно началось в Новое время. Изначально в силу неразвитости промышленности и сферы услуг экономические колебания наблюдались в сельском хозяйстве, а позже в торговле. Так, английский экономист Уильям Петти в Трактате о налогах и сборах 1662 года отметил, что в течение в среднем семи лет наблюдается цикл земельной ренты, в котором недостаток урожая для личного потребления и обмена чередуется с избытком [3]. Несмотря на это, до третьего десятилетия XIX века понимание циклических флуктуаций экономики не было преобладающим среди экономистов. Кризисы рассматривались как несвязанные случайные явления, без которых экономическое развитие могло бы продолжаться бесконечно [4, С. 193]. Причинами кризисов считались внешние события, такие как войны, неурожаи, эпидемии, проблемы государственного регулирования или избыточная эмиссия бумажных денег. Данный подход получил название подхода «отдельных кризисов».

Однако сходство протекания и последствий кризисов, а также регулярность их наступления примерно раз в десять лет дали экономистам возможность предположить существование универсальной причины экономических спадов. В экономике середины XIX века распространялись представления о причинности, заимствованные из медицины того времени. Считалось, что у

кризисов есть первопричина, которая создаёт условия для их наступления, а также вызывающие причины, которые являются только поводом или побудительным толчком, обуславливающим особенности протекания кризиса, но не общую закономерность наступления спадов. К вызывающим причинам относили внешние факторы, такие как войны, революции и неурожаи. По мнению сторонников этого подхода, названного подходом «повторяющихся кризисов», вызывающие причины не могут привести к экономическому кризису без наличия первопричины, часто сами являются следствием первопричины и фактически не очень важны для анализа, поскольку если сформировалась предрасположенность к кризису, то любой случайный повод может его вызвать [4, С. 176]. В качестве первопричины кризисов многие авторы рассматривали кумулятивное влияние трёх основных элементов: кредитования, спекуляций и изменения цен – причём в разных работах варьировались присутствие тех или иных элементов, их важность и причинная цепь их эффекта. В связи с тем, что влияние первопричины кумулятивное, для его понимания необходимо рассматривать предшествующую стадию благополучия, которая закладывает основы кризиса. Утверждение о том, что причины кризиса возникают и развиваются в фазе роста, не было типичным для представителей предыдущих экономических теорий. К указанному подходу «повторяющихся кризисов» относились такие экономисты и мыслители, как Джон Стюарт Милль, Томас Тук, Шарль Коклэн, Клеман Жюгляр и другие [4, С. 198-202].

Общая схема финансового цикла, предлагаемая отмеченными авторами, выглядит следующим образом. Цикл начинается со спокойного состояния экономики, когда экономические агенты берут кредиты для развития. Это приводит к росту общего уровня цен (инфляции) или цен в отдельных секторах (надувание пузыря в ценах активов). На этой стадии включается спекулятивный дух предпринимателей. В ожидании увеличения дохода из-за роста цен экономические агенты берут всё больше кредитов, ожидая погасить их с будущей прибыли. Экономическая система переходит в нестабильное состояние, которое обрывается от любого внешнего события, вызвавшего внезапную остановку увеличения цен. Из-за закредитованности экономические агенты не могут вернуть долги, что вызывает цепочку банкротств, резкое сокращение экономической активности и снижение цен. В последующей фазе цикла инвестиции практически не осуществляются, но сбережения постепенно накапливаются и ищут прибыльного вложения. Это снижает ставку процента, пока дух предпринимательства не воспрянет вновь.

Во второй половине XIX века формировался также подход теории циклов, который отличался от подхода «повторяющихся кризисов» смещением фокуса внимания на весь экономический цикл без признания привилегированного положения кризисов. В теориях циклов считалось, что циклическое развитие экономики является естественным, тогда как в подходе «повторяющихся кризисов» нормальным считалось непрерывное развитие, омрачаемое аномальными, хотя и необходимыми спадами. Формирование указанного подхода можно проследить в работах британского экономиста Уильяма Стэн-

ли Джевонса. Отметив практически строгую периодичность наступления кризисов, У.С. Джевонс основывал анализ на механическом принципе, согласно которому периодические следствия должны иметь периодические причины. Экономические циклы У.С. Джевонс связывал с циклами солнечной активности, которые влияют на сельское хозяйство и через него на всю экономику [4, С. 194-195, 216].

Дальнейшее развитие данного направления сопровождалось возрастающей математизацией анализа. Британский экономист Деннис Робертсон формализовал понятие нормальности циклического развития экономики, указав, что экономические условия изменяются с течением цикла как под однонаправленным влиянием технологического прогресса, так и из-за флуктуаций производительности [5, С. 239-241]. Стремление к математизации привело к описанию циклического поведения как симметричного, подчиняющегося суперпозиции экспоненциального тренда и синусоидальных колебаний. В качестве естественного проявления ниспадающей стадии делового цикла вместо резкого кризиса стал рассматриваться мягкий спад, аналогичный медленному восстановлению на восходящей стадии, вместе образывавшие подобие движения маятника. Термин «кризис» потерял изначальный смысл и стал обозначать высшую точку делового цикла вместо отдельной фазы. Впоследствии, когда стало очевидно, что нисходящая фаза на самом деле не всегда похожа на мягкий возврат маятника, под кризисом начали понимать отклонение протекания нисходящей фазы цикла от тенденций, предписываемых математическими моделями [4, С. 234, 261]. В терминологии сторонников теорий циклов установилась следующая иерархия: рецессия – обязательная часть цикла, но не всякий цикл обязательно связан с кризисом [6, С. 77].

Впоследствии в XX веке основным направлением экономической мысли в области деловых циклов стало утверждение теории перепроизводства, основанной на классических экономических принципах общего равновесия и закона Сэя. Причиной экономических циклов считалось изменение уровня товарных запасов без заметной роли монетарных факторов, в частности кредитования [7, С. 170-172]. Дальнейшее развитие этого направления привело во второй половине XX века к возникновению новой классической макроэкономики и моделей реальных деловых циклов, в которых экономические флуктуации объяснялись через шоки реальных переменных, вызванные развитием технологий, изменением производительности, трансформацией предпочтений, действиями правительства или условиями торговли. Фактически доминирование моделей реального делового цикла ознаменовало возвращение на более совершенном теоретическом уровне подхода «отдельных кризисов», распространённого в XVIII – начале XIX века и утверждавшего, что экономические кризисы не связаны друг с другом и вызываются случайными внешними причинами.

Другая влиятельная экономическая школа XX века была основана на трудах Джона Мейнарда Кейнса. Дж. М. Кейнс двояко относился к влиянию финансовых факторов на реальную экономику. С одной стороны, он утвер-

ждал, что объём торговли финансовыми инструментами очень волатилен и поэтому не имеет тесной связи с объёмом выпуска. С другой стороны, Кейнс считал, что спекуляции не могут навредить устойчивым предприятиям, будучи лишь пузырьками в потоке, но если сами предприятия становятся пузырями, то это приведёт к печальным последствиям [8, С. 79]. Последователи Дж. М. Кейнса в основном не рассматривали финансовые факторы в анализе деловых циклов, ограничиваясь ролью процентных ставок и иногда денежной массы. Однако в отдельных немногочисленных работах, выполненных в так называемом посткейнсианском направлении, указывалось, что кредитование и спекуляции создают условия для экономического спада. Наиболее известным автором, отстаивавшим такие идеи, был Хайман Мински с его известной гипотезой финансовой нестабильности. Согласно этой гипотезе, на восходящей стадии делового цикла фирмы всё больше полагаются на кредиты, по которым они не в состоянии выплатить ни проценты, ни тело долга, рассчитывая только на рост стоимости продаваемых активов или перекредитование. В какой-то момент рост цен на активы прекращается, что приводит к схлопыванию кредитного пузыря и разорению спекулятивных фирм.

При этом до кризиса 2008-2009 годов работы Х. Мински, как и экономистов XIX – начала XX века, отмечавших большое значение кредитования для протекания делового цикла, не привлекали заметного внимания. При этом помимо идеологического фактора приверженности теории общего экономического равновесия, сформулированной исключительно в терминах реальных величин, и практической трудности внедрения финансовых факторов в математические модели деловых циклов игнорирование роли кредитования могло иметь и объективную основу: на фоне жёстких ограничений на перетоки капитала во время действия Бреттон-Вудской системы уровень кредитования не был подвержен значительным колебаниям [9, С. 6]. Однако ситуация изменилась в середине 1980-х годов после усиления глобализации экономик и либерализации финансового сектора. Амплитуда и период колебаний объёмов кредитования и цен активов не только существенно увеличились внутри стран, но и имели тенденцию к межстрановой синхронизации [9, С. 6], [10]. Неспособность увидеть изменения взаимосвязи финансового сектора и реальной экономики привела к тому, что подавляющее большинство экономистов не смогли предсказать наиболее серьёзный послевоенный экономический кризис, произошедший в 2008-2009 годах. Мировой кризис стимулировал переоценку существовавших теорий деловых циклов и разработку понятия финансового цикла.

Актуальность изучения финансовых циклов стала очевидна сразу после начала соответствующих исследований. Было показано, что верхние точки финансовых циклов, как правило, ассоциированы с системными финансовыми кризисами [1, С. 11], а совпадение понижающих фаз делового и финансового циклов приводит к наиболее сильным рецессиям [11, С. 182-183].

Для исследования финансовых циклов сначала необходимо определить объект анализа. Сложился консенсус, что под финансовым циклом следует

понимать тенденцию к изменению ряда переменных, описывающих взаимодействие восприятия стоимости и риска с финансовыми ограничениями. Показано, что наилучшим образом данному определению удовлетворяют переменные, связанные с кредитованием (задолженность по кредитам частному нефинансовому сектору и её производные), и цены недвижимости [10, С. 183]. Цены акций, которые вполне логично относить к существенным финансовым факторам, характеризуются другими циклическими свойствами, поэтому их не считают удачной характеристикой финансового цикла [1, С. 2], [9, С. 7], [11, С. 188], [12, С. 78]. В этой связи оправдываются упомянутые выше утверждения Дж. М. Кейнса о малой значимости для реальной экономики процессов на фондовом рынке из-за их крайней волатильности, но заметной роли других финансовых факторов, подрывающих устойчивость предприятий и банков при чрезмерном использовании.

Существенными ограничениями для выбора переменных, описывающих финансовый цикл, в развивающихся странах являются изменение важности финансовых факторов с течением времени; неразвитость финансового рынка [13]; влияние на финансовый сектор сторонних переменных, например, цен на главный экспортный товар сырьевых экономик; и различная восприимчивость государств к перетокам финансовых шоков. По этой причине для каждой интересующей страны требуется проводить отдельное исследование с выявлением специфических факторов, влияющих на финансовый цикл, что обуславливает значимость и новизну подобных исследований для экономики России.

Важными аспектами исследования финансовых циклов являются методы выделения циклических компонент из финансовых переменных, анализ влияния финансовых шоков на деловые циклы и рассмотрение возможности прогнозирования наступления пиков финансовых циклов или будущего изменения ВВП по текущим значениям финансовых переменных, что было бы крайне востребовано при проведении экономической политики. По всем указанным направлениям достигнуты определённые успехи в мировой литературе, но, к сожалению, пока не найдены полностью достоверные методы выявления финансовых циклов в «реальном времени», а не на исторических данных и не предложены надёжные инструменты прогнозирования будущего состояния экономики даже для наиболее изученных развитых стран.

Таким образом, в мировой экономической науке пройден большой путь по изучению деловых циклов и их взаимосвязи с финансовым сектором. Теории ряда экономистов XIX века, объяснявшие деловые циклы через взаимодействие кредитования, спекуляций и изменения цен, не были поддержаны в основном направлении экономической мысли следующего столетия. Преобладавшее в XX веке рассмотрение экономики в терминах реальных величин трансформировалось под влиянием мирового экономического кризиса 2008-2009 годов в сторону большего учёта финансовых факторов. Это привело к возникновению концепции финансового цикла, которая продолжает активно развиваться до настоящего времени в основном на примере развитых стран.

Предполагается, что успехи в анализе взаимосвязи делового и финансового циклов позволят проводить более стабилизирующую контрциклическую экономическую политику. Идентификация особенностей взаимного влияния реальных и финансовых величин в экономике России позволит повысить её устойчивость к внутренним и внешним шокам, что обуславливает настоятельную необходимость проведения соответствующих исследований на данных нашей страны.

Список литературы:

1. Drehmann M. Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term! [Electronic source] / M. Drehmann, C.E.V. Borio, K. Tsatsaronis // BIS Working Paper No. 380. – Available at SSRN, 2012. – 38 p. – URL: <https://ssrn.com/abstract=2084835> (дата обращения: 19.06.2024).
2. Besomi D. The periodicity of crises. A survey of the literature before 1850 [Text] / D. Besomi // Journal of the History of Economic Thought. – 2010. – Vol. 32. – N 1. – С. 85–132. – DOI: 10.1017/S1053837209990447
3. Petty W. A Treatise of Taxes & Contributions [Electronic source] / W. Petty. – London: N. Brooke, 1662. – URL: [https://archive.org/details/bim_early-english-books-1641-1700_a-treatise-of-taxes-co_petty-sir-william_1662/page/\(24\)/mode/2up](https://archive.org/details/bim_early-english-books-1641-1700_a-treatise-of-taxes-co_petty-sir-william_1662/page/(24)/mode/2up) (дата обращения: 05.02.2025).
4. Besomi D. “Periodic crises”: Clément Juglar between theories of crises and theories of business [Text] / D. Besomi // A Research Annual. – Leeds: Emerald Group Publishing Limited, 2010. – С. 169-283. – DOI: 10.1108/S0743-4154(2010)000028A010
5. Robertson D.H. A study of industrial fluctuation; an enquiry into the character and causes of the so-called cyclical movements of trade [Electronic source] / D.H. Robertson. – London: P.S. King & Son, Ltd, 1915. – 285 с. – URL: <https://archive.org/details/studyofindustria00robeuoft/page/n7/mode/2up> (дата обращения: 14.03.2025).
6. Гринин Л.Е. Среднесрочные экономические циклы: история, анализ, моделирование / Л.Е. Гринин, А.В. Коротаев, С.Ю. Малков [Текст] // Кондратьевские волны: циклическая динамика в прошлом и настоящем. / Под ред. Л.Е. Гринина, А.В. Коротаева. – Волгоград: Учитель, 2016. Раздел 1. – С. 14-88. URL: https://www.socionauki.ru/almanac/k_waves/k_waves_5/ (дата обращения: 21.02.2025).
7. Hawtrey R.G. The Trade Cycle / R.G. Hawtrey // De Economist. – 1926. – Vol. 75. – С. 169-185. – DOI: 10.1007/BF02213478
8. Cencini A. Economic and Financial Crises. A New Macroeconomic Analysis [Electronic source] / A. Cencini. S. Rossi // London: Palgrave Macmillan, 2015. – 281 с. – DOI: 10.1057/9781137461902
9. Potjagailo G. Global financial cycles since 1880 / G. Potjagailo, M.H. Wolters // Journal of International Money and Finance. – 2023. – Vol. 131. – С. 102801. – DOI: 10.1016/j.jimonfin.2023.102801

10. Borio C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? [Text] / C. Borio // Journal of Banking & Finance. – 2014. – Vol. 45. – P. 182–198. – DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.07.031
11. Claessens S. How do business and financial cycles interact? [Text] / S. Claessens, M.A. Kose, M.E. Terrones // Journal of International Economics. – 2012. – Vol. 87. – N 1. – P. 178–190. – DOI: 10.1016/j.jinteco.2011.11.008
12. Verona F. Time–frequency characterization of the US financial cycle [Text] / F. Verona // Economics Letters. – 2016. – Vol. 144. – P. 75–79. – DOI: 10.1016/j.econlet.2016.04.024
13. Хаметов, Х.А. Проблемы развития экономических и финансовых рынков [Электронный ресурс] / Х.А. Хаметов // «Россия молодая»: Сборник материалов XVI Всерос. научно-практической конференции с международным участием, Кемерово, 16-19 апреля 2024 года / Отв. ред. К.С. Костиков. – Кемерово: ФГБОУ ВО «Кузбас. гос. техн. ун-т им. Т. Ф. Горбачева», 2025. – № 084214.