

Валерия Корнивская

ЛИКВИДНОСТЬ В ТЕРМИНАХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ: ПОСТКРИЗИСНЫЕ ОРИЕНТИРЫ РАЗВИТИЯ

Представлены результаты исследования финансово-институционального содержания ликвидности как феномена, имеющего совместно-разделённую природу и являющегося единством структурно-функциональных форм ликвидности как способности – инструмента – института и ликвидности как способности к обмену и к сохранению стоимости. Охарактеризован современный кризис в контексте нарушения баланса между структурно-функциональными формами ликвидности; доказано влияние финансового посредничества на эти процессы в связи с предпочтением ликвидности и доминированием краткосрочных эффектов как основной цели операционной активности на финансовых рынках. Показаны основные факторы, обусловившие трансформации содержания ликвидности, которыми являются развитие процессов глобализации и излишек ликвидных ресурсов в мировом финансовом пространстве. Доказывается, что для сохранения баланса между структурно-функциональными формами ликвидности контркризисная трансформация финансовых отношений должна быть направлена на создание замкнутых пространств циркуляции ликвидности. В данном контексте эффективным является сохранение и совершенствование существующих монетарных суверенитетов и реализация долгосрочной парадигмы национального развития на основе внедрения долгосрочных инвестиционных проектов в реальном секторе экономики с ограничением влияния на эти процессы системы финансового посредничества.

Ключевые слова: ликвидность как способность – инструмент – институт, ликвидность как способность к обмену и способность к сохранению стоимости, финансовый кризис, замкнутые пространства циркуляции ликвидности.

JEL: B22; E44.

Нынешний финансово-экономический кризис поставил перед учёными множество вопросов о сущности и главных причинах глобальной нестабильности. Среди основных дисбалансов, обусловивших кризисные тенденции, называют сверхактивное развитие потребления в кредит, финансовые инновации и, в частности, секьюритизацию в условиях трансформаций в системе рискованной составляющей операционной активности и существенных сдвигов поведенческого характера.

Какие именно факторы стали первопричиной и создали условия для развития кризисной воронки, сегодня ответить сложно, ведь практически одновременно развивались глобализация, либерализация европейского финансового пространства, создавшая почву для либерализации мирового финансового пространства, внедрялась социально направленная политика, которая нуждалась в развитии рынка потребительского кредитования и т. д. Указанные факторы переплелись и усилили действие друг друга, образовав сложно структурированную мозаику кризисных предпосылок.

Корнивская Валерия Олеговна (vkornivska@ukr.net), канд. экон. наук; старший научный сотрудник отдела экономической теории ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины".

Выявив системные противоречия, которые привели к бифуркационному состоянию, исследователи доказывают, что взаимообусловленные трансформации политической, экономической и социоинституциональной сфер на фоне психологических изменений личности повлекли за собой сдвиги в системе финансово-экономических отношений в глобальной среде, которые и стали основанием для развития общесистемной нестабильности. Особое место среди причин нынешнего кризиса занимают финансово-институциональные феномены, обусловившие трансформации в системе глобальных финансовых отношений, в частности, это касается так называемой *иллюзии ликвидности*, которая заключалась в искажении понимания феномена ликвидности, трансформации его содержания в системе финансового взаимодействия.

Термин "иллюзия ликвидности" введен в научный оборот исследовательницей Лондонского городского университета А.Несветайловой в 2010 году. Анализируя сущность предкризисных финансовых инноваций, она выявляет их основное содержание, заключающееся в массовом превращении неликвидных активов в ликвидные (2010), что стало предпосылкой формирования ошибочных ориентиров и стимулов на финансовых рынках.

Понятие ликвидности используется в современной экономической науке, в основном, как показатель финансового анализа, характеризующий способность инвестора в любой момент продать актив по определенной номинальной цене с кратким уведомлением и при минимальных издержках (Миллер, Ван-Хуз, 2000. С. С-9). Ликвидность – это также возможность использования актива как средства платежа и способность актива сохранять свою номинальную стоимость неизменной (Долан, 1991. С. 30). В советской научной практике под ликвидностью понималась мобильность активов предприятий, фирм или банков в капиталистических странах, обеспечивающая фактическую возможность (способность) бесперебойно и своевременно оплачивать все обязательства и законные денежные требования (Экономическая энциклопедия, 1975. С. 354). Следовательно, ликвидность – это, прежде всего, способность актива быть реализованным, она зависит как от эндогенных факторов – условий эмиссии финансового инструмента, так и от экзогенных – краткосрочных и долгосрочных трендов движения финансовых рынков, в совокупности обуславливающих соотношение рисков и прибылей от владения финансовым активом и, таким образом, его ликвидность.

Для современных теоретических и эмпирических подходов характерно расширение содержания понятия "ликвидность", представление её как способности финансовых рынков или общей величины ликвидных активов финансового пространства. Такое определение ликвидности не просто расширяет горизонты использования термина, оно является отражением глубинных финансово-институциональных трансформаций, которые наблюдались в предкризисном глобальном экономическом пространстве и результатом имели "иллюзию ликвидности".

На финансовых рынках раскрылся глубинный принцип экономической деятельности, который можно проиллюстрировать высказыванием: "Экономика такое хозяйство, которое осуществляется не ради просто производства и потребления благ, удовлетворения потребностей или даже реализации жизни, а ради ... денег, их производства и потребления, удовлетворения денежной потребности и реализации денежной, а лучше было бы сказать – оденуженной жизни... рано или поздно экономика приходит к своей кульминации – хозяйство осуществляется именно ради денег, а потом уже ради всего остального – неденежного" (Осипов, 2000. С. 223). Финансовые операции субъектов рынка, направленные на максимально

быстрое и прибыльное превращение любых активов в наиболее ликвидную форму – денежную, стали доминировать как основное направление операционной активности. Так, долгосрочные рискованные, а поэтому и слабо ликвидные финансовые активы превращались благодаря секьюритизационным схемам в высоколиквидные инструменты, которые распространялись в глобальном финансовом пространстве не потому, что были надёжным инвестиционным активом, а потому, что субъекты финансовых рынков эффективно выполняли свою главную задачу – создание ликвидного рынка, то есть рынка, на котором любые финансовые инструменты можно реализовать. Таким образом, ликвидность превращалась из внутреннего качества финансового актива, зависящего от совокупности его объективных характеристик (надёжности эмитента, срока погашения, процентной ставки), во внешнее свойство, обусловленное умением финансовых операторов доказать покупателю финансового актива его надёжность и прибыльность.

Ликвидность стала зависимой от субъекта, порой даже иррациональной. У операторов финансовых рынков сложилось впечатление о её излишке как в контексте объёмов ликвидных ресурсов в глобальной финансовой среде, так и в контексте качества, характера самого финансового пространства, которое было, по их мнению, всегда ликвидным, иными словами, глобальный финансовый рынок мог принять любой финансовый актив, а ресурсов было достаточно для его превращения в деньги.

А.Несветаилова доказывает, что в условиях либерализации финансовых рынков, которая привела к развитию тенденций финансиализации, возникли глубинные мутации ликвидности: из показателя, характеризующего рыночные возможности определённых финансовых инструментов, ликвидность превратилась в синоним "уверенности в рыночной ситуации" (2011. С. 116) "Такое толкование ликвидности привело к возникновению цепи ошибочных допущений, послуживших фундаментом грандиозной иллюзии, которая, в свою очередь, стала истинной причиной мирового кредитного кризиса. Первое заблуждение – это вера в то, что способность финансовых посредников локализовать, оценить и продать финансовые продукты и есть главный фактор возникновения и распределения ликвидности на рынке. Второе заблуждение – восприятие объёма рыночной торговли и оборота как синонимов ликвидности. Третье заблуждение – отождествление ликвидности множества отдельных рынков с ликвидностью (или финансовой жизнеспособностью) всей экономической системы... Ложное толкование ликвидности – причина иллюзии богатства и веры в способность финансовых рынков создавать деньги..." (2011. С.116).

Безусловно, в исследовании феномена ликвидности необходимо идти дальше – для осознания его глубинного содержания, его противоречивой природы, что, возможно, даст ответы на вопросы о системных основаниях современного глобального финансового пространства и покажет более чёткие ориентиры посткризисного развития. Подходы автора данной статьи основываются на теоретико-методологических принципах, разработанных и введённых в современный инструментарий экономической теории А.Гриценко, который исследует экономические процессы в контексте развития и снятия противоречий в системе совместно-разделённых отношений.

Сначала попытаемся понять, в каких контекстах сегодня употребляется термин "ликвидность", и исследовать, как представления о ликвидности соотносятся с её глубинной сущностью.

В Энциклопедии банковского дела Украины приведены такие определения ликвидности: 1) способность к реализации, продаже, мобильному превращению материальных и других ценностей в реальные деньги (в этом значении выделяют понятие "ликвидные средства" и "ликвидные активы");

2) способность предприятий, банков своевременно выполнять свои кредитно-финансовые обязательства, возможность конвертировать соответствующие активы в денежные средства в наличной или безналичной формах для оплаты своих платёжных обязательств (в этом значении выделяют ликвидность предприятия, ликвидность банка, ликвидность государства и т. д.) (Енциклопедія банківської справи України, 2001. С. 331). В теории денег можно найти определение эффекта ликвидности (Билан, 2002. С. 139) и предпочтения ликвидности (Антология экономической классики, 1993. С. 207).

Объединив разные представления о ликвидности, подчеркнём, что это, прежде всего, способность, характеризующая оперативность реализации экономических отношений: между кредитором и заёмщиком, собственником ценных бумаг и их эмитентом, между вкладчиком и банком и т. д. Всё это отношения обмена. Как показывает экономическая теория, одними из первых общественных отношений, которые возникли и развивались вместе с человечеством, были отношения обмена (Гриценко, 2005. С. 57). Таким образом, ликвидность как определённая способность в процессе обмена возникает с появлением первых форм человеческой деятельности.

На каждом этапе развития форм обмена можно увидеть существование ликвидности как способности, реализующейся в обмене. Первичной формой обмена в процессе совместно-разделённого труда был обмен деятельностью. Ликвидность здесь проявляется как способность оперативного взаимодействия индивидов, от которого возникает общий полезный эффект.

Развивается ликвидность параллельно с развитием натурального обмена при переходе от внутренней формы обмена через разорванную форму к внешней. Так, совместное потребление как основа внутренней формы обмена предполагает, что результат потребления будет зависеть от количества добытого продукта, что, в свою очередь, зависит от согласованности действий индивидов. Согласованность – это внутреннее свойство ликвидности, которое развивается с эволюцией экономического общества и реализуется как во внешней форме натурального обмена, так и в обособившейся. Вначале между племенами спонтанно и нерегулярно осуществляется обмен многих продуктов на многие продукты (внешняя форма), потом одного продукта на один (обособившаяся форма) (Гриценко, 2005. С. 58–59). Однако, несмотря на спонтанность и нерегулярность, процесс обмена всё же происходит, следовательно, существует согласованность действий разных обществ. Причём согласованность здесь имеет характер не только совместности, но и приемлемости обмена. С одной стороны, обмен – это результат совместного решения двух сообществ, то есть согласование, с другой – продукты, участвующие в обмене, являются приемлемыми для обмена между сторонами соглашения и потому ликвидными.

Согласованность и приемлемость – это первые характеристики, которые сохранили свои свойства и проявлялись на каждом историческом этапе приобретения ликвидностью новых экономических признаков, функций и форм. В современном мире согласованность как характеристика ликвидности в рамках национального экономического пространства проявляется в процессе реализации денежно-кредитной политики и регулирования финансовых рынков как составляющих монетарного суверенитета страны; приемлемость же как свойство ликвидности – в разной степени реализованности (то есть способности быстрого превращения в наиболее ликвидный актив) финансовых инструментов, на практике это означает наличие разных монетарных агрегатов.

Способность быть реализованными характеризует определённые отношения, выраженные в объекте, который представляет собой инстру-

мент взаимодействия субъектов отношений. Таким образом, первые формы ликвидности, кроме характеристик способности, несли в себе и другую функциональную нагрузку, инструментальную – они были носителями обмена. Так, в процессе совместно-разделённой деятельности инструментом обмена была деятельность, которую осуществлял каждый из единоплеменников для достижения общего результата. Первые формы натурального обмена, связанные с общим потреблением, также выявляли характеристики ликвидности как инструмента, ведь не обязательно участники потребляли лично добытый продукт, вполне возможно, он был добыт одноплеменником. Таким образом, в процессе потребления осуществлялся обмен, а инструментом был потребляемый продукт. Развитие форм натурального обмена, а в дальнейшем товарообмена создавало условия для выявления новых функциональных способностей ликвидности, заключавшихся не только в возможности опосредствовать актуальный акт обмена, но и сохраняться для будущего обмена. Этот процесс обуславливал формирование и развитие ликвидности как инструмента, который имел определённую физическую форму, соответствующую необходимым условиям обмена. Как мы показали, этими условиями являются согласованность и приемлемость, которые характеризуют ликвидность как способность. Поэтому исторический процесс изменения физических форм ликвидности-инструмента происходил для наиболее полной реализации ликвидности как способности к обмену.

В процессе обмена ликвидность проявляется не только как способность и инструмент, выполняющий технические функции и опосредствующий обмен, но и как институт. Ликвидность как институт возникает вместе с первыми формами обмена. И поскольку процесс совместно-разделённой деятельности был обязательным и необходимо воспроизводимым с точки зрения всего первобытного племени, постольку этот процесс создавал условия для возникновения первой формы ликвидности-института. Институтом ликвидность делает повсеместность и общая приемлемость, свойственная всем формам обмена, в том числе исторически первым. Поскольку обмен представляет собой устоявшееся, никем не оспариваемое правило поведения, то и ликвидность, его опосредствующая, является таковой. Институт – это общественное проявление ликвидности как фактора интеграции хозяйствующих субъектов. Как способность является неотъемлемой внутренней составляющей инструмента, проявляющей инструмент на поверхности экономических явлений, так и инструмент, в свою очередь, является проявлением института и его обуславливает. Чтобы быть инструментом в обмене, ликвидность должна иметь к этому способность, которая проявляется в процессе обмена; чтобы быть институтом, то есть общепринятым правилом, стереотипом поведения, ликвидность должна принимать участие в создании основ экономического поведения на почве постоянных взаимосвязей экономических агентов, следовательно, она должна функционировать, то есть быть инструментом. Таким образом, **ликвидность представляется исторически сформированным образом взаимосвязи экономических агентов, которая развивается как единство способности, инструмента и института.**

С формированием отношений товарообмена, когда обмен приобретает характеристику регулярности и эквивалентности, а средство, его опосредствующее, меняет физическую форму, в результате чего упрощается процесс обмена, создаются предпосылки для более чёткого проявления в экономической действительности противоречивого единства лик-

видности как способности, ликвидности как инструмента и ликвидности как института.

Наиболее ярко это единство проявляется в процессе товарообмена. Так, в обмен вступают товары, имеющие способность к обмену в связи с тем, что он согласован экономическими агентами. Поэтому товары, предназначенные для обмена, являются приемлемыми как для продажи, так и для покупки. В процессе обмена происходит переход товаров от продавца к покупателю, то есть товары, используемые в обмене, служат инструментом обмена, а следовательно, являются ликвидностью как инструментом. Наконец, отношения товарообмена – это первая ступень формирования общей формы стоимости, которая как нельзя лучше характеризует институциональные принципы ликвидности.

Становясь общим эквивалентом, общим способом взаимодействия, ликвидность начинает выполнять весь набор основных инструментальных функций: мера стоимости, средство обращения, средство накопления. Справедливо также утверждение, что ликвидность как инструмент хозяйственной практики, повсеместно используемый в обмене, ярче всего проявляется как институт, когда осуществляется покрытие всей экономической системы таким способом взаимодействия. То есть, будучи инструментом в обращении, она проявляет характеристику института, а значит, как институт ликвидность может полноценно функционировать (быть общим эквивалентом), только эффективно опосредуя экономическое взаимодействие хозяйствующих субъектов. Эти тезисы подтверждают единство ликвидности как способности, инструмента и института.

Однако уже в первых формах товарообмена проявляется различие между ликвидностью как способностью, ликвидностью как инструментом и ликвидностью как институтом. Так, доденежные формы ликвидности имели разную степень реализованности в обмене в связи с разным физическим состоянием единиц средств обращения. С появлением первых денежных форм ликвидности (денежно-металлической) возникло противоречие: общий эквивалент – деньги, необходимые для упрощения процесса обмена, на определенном этапе, напротив, дезорганизовали его в связи с неудобствами и потерями при делении кусков металла (Гриценко, 2005. С. 64).

Единство ликвидности как способности, ликвидности как инструмента и ликвидности как института заключается в том, что проявление одной из этих характеристик обязательно означает существование двух других. Например, *общий эквивалент, который является завершающей стадией формирования ликвидности-института, функционирует как инструмент хозяйственной практики и выполняет определённые инструментальные назначения (меры стоимости, средства обращения, средства накопления) и в то же время содержит в себе способность как внутреннюю характеристику, поскольку функционирование инструмента в процессе обмена уже предполагает наличие способности к обмену*. Поэтому институт предполагает инструмент, а последний – способность, но в некоторых ситуациях эти проявления ликвидности могут существовать отдельно друг от друга. Примером единства и противоречия ликвидности как института и ликвидности как инструмента (с его внутренней характеристикой – способностью) может быть циркуляция ликвидности в переходных экономиках. Взаимная обусловленность всех характеристик ликвидности становится причиной того, что деградация ликвидности как общего эквивалента приводит к разрушению её функций как инструмента и хаотичным, бессистемным оценкам ликвидности как способности. А противоречие заключается в том, что ликвидность как инструмент и ликвидность как институт характеризуют разные объекты. Ликвидность как ин-

ститут (законодательно установленное средство обращения) – это национальная денежная единица, которая должна быть наиболее способной к обмену, однако используемым инструментом обмена являются или более устойчивая валюта, или квазиденежные средства обращения.

Как можно охарактеризовать нынешний кризис в контексте единства и противоречия структурно-функциональных форм ликвидности как способности, инструмента и института? На предкризисном этапе развития глобального финансового пространства ликвидность как способность начала доминировать в структуре ликвидности, что было обусловлено функционированием финансовых посредников в отношении создания рынков, на которых определённые финансовые инструменты могли эффективно вращаться в зависимости от трендов, создаваемых операторами рынков. Ликвидность при этом зависела не от объективных факторов эмиссии и состояния финансового рынка, а от субъективных мотиваций финансовых посредников; таким образом, любой финансовый инструмент обладал способностью быть ликвидным активом. При этом сам финансовый актив, то есть ликвидность-инструмент, мог иметь сомнительное качество, обусловленное сомнительным выполнением своих обязанностей эмитентом данного финансового актива. В то же время сделать активы ликвидными стало основной задачей операторов рынка, стереотипом финансового поведения, **институциональным способом взаимодействия**. Итак, **ликвидность как способность стала ликвидностью-неформальным институтом**, но это был деструктивный институт, поскольку звено ликвидность – инструмент выпало из триады способность – инструмент – институт, так как ликвидность-инструмент объективно не имела способности активно вращаться на финансовом рынке без субъективного влияния финансовых операторов, что создало условия конфликта, который развивался и в других структурно-функциональных формах ликвидности.

Как мы показали, ликвидности характерны совместно-разделённые отношения, развивающиеся между её свойствами, которые формируются в процессе исторического движения ликвидности. Логико-исторические проявления ликвидности свидетельствуют, что она существует одновременно и как способность, и как инструмент, и как институт. На поверхности экономических явлений эти характеристики проявляются в ходе обмена (актуального или будущего) как способность ликвидности быть общепринятым средством сохранения стоимости и средством обмена.

Этот феномен имеет несколько этапов развития, первым из которых было формирование и преодоление противоречий между функциональными нагрузками института ликвидности, которые, с одной стороны, обуславливают друг друга, а с другой – являются взаимоисключающими. Ликвидность, становясь всеобщим эквивалентом, завершает формирование функции меры стоимости, средства обращения и средства накопления. Пройдя этапы развития совместности и разделённости, первым из которых было формирование противоречивого единства средства обращения и средства накопления, в современном мире ликвидность проявилась как транзакция и актив. Первый этап формирования двойкой природы ликвидности как средства обмена и средства сохранения стоимости проявился в функциях ликвидности как средства обращения и средства накопления. Противоречия функций ликвидности можно охарактеризовать как результат их взаимоисключающего существования: ликвидность как средство обращения не может быть одновременно ликвидностью-средством накопления и наоборот. Есть и другая характеристика функций ликвидности – взаимная обусловленность: чтобы стать средством накопления, ликвидность должна быть полноценным средством обращения, поскольку накопление, так или иначе, осуществляется для будущего об-

мена. Кроме того, "функция средства накопления способствует движению денег в качестве средства обращения" (Розенберг, 1983. С. 93).

Существует ещё один, не менее важный аргумент, подтверждающий единство функций средства обращения и средства накопления как характеристик феномена ликвидности, они имеют результатом идентичное экономическое явление – движение ликвидности. Ликвидность реализует свои функции двояким путём: движение ликвидности между контрагентами и сами отношения обмена или совпадают во времени, или предполагаются. Так, функция средства обращения проявляется в условиях совпадения движения ликвидности и экономических отношений (обмен – переход ликвидности от покупателя к продавцу). Функция средства накопления предполагает будущие отношения обмена и будущее движение ликвидности между контрагентами (накопление ликвидности – обмен и переход ликвидности). Движение ликвидности – это процесс, который предполагается как функцией средства обращения, так и функцией средства накопления. Экономические реалии в процессе исторического развития выдвигают новые требования к ликвидности: простое товарное обращение, дополненное рынком труда, знаменует формирование нового экономического явления – капитала. То есть происходит дальнейшее развитие противоречий совместно-разделённой природы ликвидности, но уже в новых экономических формах – денег и капитала.

Совместная разделённость ликвидности на этом этапе означает, что деньги – это первая форма проявления капитала, в то же время цели и механизмы обращения денег и капитала абсолютно разные. Если для обращения денег важно объединение товаропроизводителей, а деньги – лишь посредник, помогающий обменять товары, то в обращении капитала совершенно иные цели, что свидетельствует и о совершенно иных отношениях. "Не обмен потребительных стоимостей является целью обращения капитала, а увеличение стоимости, средством которого является само обращение. Обмен потребительных стоимостей превращается из цели в средство. Деньги же в форме капитала не только обслуживают товарообмен, но и подчиняют его цели увеличения стоимости" (Розенберг, 1983. С. 102).

Таким образом, первоначальное единство капитала и денег как его формы содержит противоречие, проявляющееся в разных целях товарного обращения для денег и для капитала, которое преодолевается в процессе подчинения товарооборота цели увеличения стоимости. На данном этапе развития ликвидности мы также наблюдаем процесс её непрерывного движения, выраженного Марксом в формулах простого товарного обращения $T-D-T$ и в общей формуле капитала $D-T-D'$.

Дальнейшее усложнение форм экономического взаимодействия в связи с выходом на новый уровень развития производительных сил приводило к возникновению новых форм ликвидности-инструмента, новых сущностных характеристик ликвидности-института, что, в свою очередь, влияло на развитие совместно-разделённой природы ликвидности, проявляющейся сегодня как транзакция и актив. Методологической основой определения современных характеристик ликвидности стал подход, который демонстрирует теория денежно-кредитной политики. Он свидетельствует, что при определении денежной массы в обращении существуют два метода: транзакционный и ликвидный (Миллер, Ван-Хуз, 2000. С. 45–46). Первый за основу берёт функцию денег как средства обращения и включает в денежную массу только то, что является средством обращения. Второй исходит из того, что в состав денежной массы могут входить разные активы, имеющие разную степень реализованности (или ликвид-

ности). Таким образом, ликвидность-транзакция – это денежная форма, ликвидность-актив – форма финансовых активов.

Что для экономической практики означает совместно-разделённая природа феномена ликвидности? Прежде всего, то, что излишнее "увлечение" какой-то одной характеристикой ликвидности приводит к сложным деструктивным процессам искажения представления о её системности. Двоякая природа ликвидности как транзакции и как актива является отражением баланса между потреблением и накоплением, баланса краткосрочных и долгосрочных мотиваций. Процессы, которые, в терминах А.Несветаевой, привели к "иллюзии ликвидности", были связаны с выделением в ликвидности её одной функциональной нагрузки – ликвидности-транзакции, что привело к развитию в глобальной среде парадигмы "краткосрочных эффектов". Постоянное обращение активов на финансовых рынках усложняло фиксацию ликвидности как актива, поскольку приобретение финансового инструмента означало его практически одновременную продажу и трансформацию ликвидности-актива в ликвидность-транзакцию. При этом повышение спроса на финансовые активы было обусловлено не столько желанием владеть финансовым инструментом до срока его погашения, сколько спекулятивным мотивом получения прибыли от перепродажи.

В финансовом пространстве наблюдалась любопытная ситуация: начиная с 1990-х годов постепенно снижались процентные ставки как результат экспансионистской политики центральных банков мировых государств; финансовое пространство было заполнено недорогими ресурсами, которые могли поглотить любые активы; рынки финансовых инструментов были априори ликвидными, ведь тренды движения финансовых рынков и их стратегическое развитие во многом зависели от самих операторов. Сложилось условие для общего благоденствия и уверенности в завтрашнем дне. Однако финансовые посредники действовали так, как в условиях нестабильности и серьёзных рисков, – были постоянно настроены на быструю продажу финансовых активов. 70% акций, которыми торговали на мировых финансовых рынках, принадлежали покупателю всего несколько секунд, далее их перепродавали. Циркуляция ликвидности в глобальном финансовом пространстве в докризисный период была обусловлена преимущественно краткосрочными мотивациями. Так, трансграничные потоки капитала возросли с 4,9 трлн долл. в 2000 году до 11,7 трлн долл. в 2007-м, причём на 60% этот рост был обеспечен увеличением трансграничного краткосрочного кредитования, иными словами, краткосрочных банковских финансовых продуктов (Long-term Finance and Economic Growth, 2013). Нежелание иметь "на руках" финансовый актив в течение длительного периода обуславливало развитие операций репо – продажи ценной бумаги с обратным выкупом.

Краткосрочные мотивации операционной активности в глобальном экономическом пространстве начали доминировать над долгосрочными с середины 2000-х. Сравнив мировое валовое накопление капитала (как показатель долгосрочных инвестиционных интересов, направленных на развитие реального сектора экономики) и секьюритизованные активы (как отражение краткосрочных мотиваций, направленных на получение прибыли и избавление от риска в краткосрочном периоде), мы увидели, что инвестиционные стимулы в реальном секторе находятся приблизительно на постоянном уровне, в то время как краткосрочные мотивации финансовых рынков заметно колеблются, но явно доминируют над валовым накоплением капитала.

Такие тенденции развития финансовых рынков были обусловлены стимулами операторов финансовых рынков и основывались на бонусных мотивациях, связанных с прямой зависимостью заработков финансовых

учреждений от количества реализованных финансовых продуктов, поэтому основной задачей финансовых посредников было обеспечение постоянной ликвидности рынка путём стимулирования клиентов к продаже и покупке финансовых активов. Предпочтение ликвидности можно объяснить, в основном, спекулятивными мотивами. Наличие крупных объёмов денежных ресурсов создавало иллюзию, что приобретённый финансовый актив всегда можно выгодно реализовать и получить сверхдоходы от операций, ведь объёмы глобальной ликвидности грандиозны. В то же время ответственность за проведённые операции была минимальной, таким образом, проблема доминирования краткосрочного транзакционного мотива операционной активности на финансовых рынках – прежде всего, проблема ответственности. Формирование долгосрочных инвестиционных стратегий – это долгосрочная ответственность, но финансово-институциональные механизмы, доминировавшие на предкризисном этапе развития, не были настроены на подобные риски.

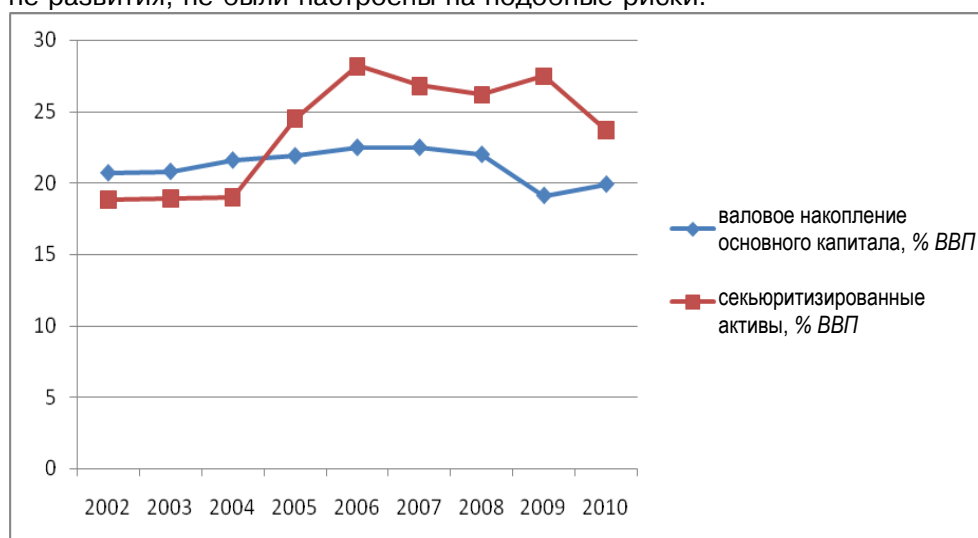


Рисунок. Динамика мирового валового накопления капитала и секьюритизированных активов

Составлено на основе данных Мирового банка // <http://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?display=graph> и McKinsey Global Institute. Mapping global financial markets 2011 // http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial_Markets/Mapping_global_capital_markets_2011.

Если мы проанализируем предкризисное состояние финансовых рынков в США, то увидим, что самый динамичный период пришёлся на время активного развития паевых фондов денежного рынка (середина 1990-х годов), которые начали постепенно замещать коммерческие банки в качестве сберегательных институтов. Это было связано с тем, что для банков тогда действовало предписание Q¹, ограничивавшее величину процентных ставок, которые могли предложить банки своим клиентам, но к паевым фондам это правило не относилось. Таким образом, была создана мощная ресурсная база этих финансовых институтов, они размещали средства в ценных бумагах, и что важно – эти вложения Корпорация по страхованию депозитов не страховала. Иными словами, государство не принимало гарантийного участия в процессах данного сегмента. Он был абсолютно либерализованным, а классический статус финансово-

¹ Предписание Q – распоряжение Федеральной резервной системы США на ограничение для коммерческих банков значений процентных выплат по депозитам.

го посредника, который "берёт на себя риск", был трансформирован в "торговца риском".

Возникает вопрос, приводит ли сама внутренняя сущность финансового посредника как такового к ошибочным стимулам или, возможно, существуют факторы, влияющие на эти процессы. Безусловно, такими факторами были излишек ликвидности и глобализация, открывшие пространство для операционной активности мобильному финансовому оператору, который функционировал в условиях максимальной либерализации трансграничного движения финансовых потоков. На уровне глобальной экономики ликвидным можно было сделать любой финансовый инструмент, но это не означало, что он будет приемлем для всего глобального финансово-институционального пространства, ведь максимальную ликвидность, как и всегда, имели денежные активы. Таким образом, предкризисная либерализация и отсутствие урегулированности финансовых отношений в глобальном пространстве привели к тому, что, осознавая риски отсутствия регулирования, финансовые посредники отдавали предпочтение удерживанию активов в регулируемом пространстве, где можно найти ответственного. Именно поэтому на финансовых рынках постоянно срабатывало предпочтение ликвидности, которое означало выход в законодательно ограниченное монетарным суверенитетом денежно-кредитное пространство, где ответственность лежит на центральном банке как кредиторе последней инстанции.

Чтобы не нарушалась системность ликвидности, её совместно-разделённая природа как трансакции и актива, она должна циркулировать в чётко ограниченном финансовом пространстве.

Трансформацию финансовых отношений необходимо направить, прежде всего, на создание *замкнутых пространств циркуляции ликвидности* с чёткими, прозрачными и максимально короткими цепочками ответственности, то есть ответственность должна быть персонифицированной. Посткризисное обновление зависит, во-первых, от сохранения и развития существующих монетарных суверенитетов. Во-вторых, основы глобального управления, на котором сегодня настаивают главы европейских наднациональных структур, будут неэффективны в контексте выхода из бифуркационного состояния. В-третьих, реализация долгосрочной парадигмы экономического развития, основанной на стратегических инвестиционных проектах, как приоритетное направление финансово-кредитных процессов в глобальной экономике требует коренного реформирования мировой финансовой системы и внедрения новых принципов функционирования мирового финансового рынка с адресным долгосрочным финансированием проектов, имеющих важное экономическое и социальное значение в условиях персональной ответственности за полученные инвестиционные средства. При этом финансовое пространство инвестиционных проектов должно быть чётко ограниченным вновь созданными институциональными механизмами защиты долгосрочного инвестирования от спекулятивных мотиваций как реализаторов проектов, так и любых других сторон.

Литература

- Несветаилова А. (2010) Загадки глобального кредитного краха или Об иллюзии ликвидности // Вопросы экономики. № 12. С. 33–58.
- Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. (2000) Современные деньги и банковское дело. М.: ИНФРА-М. XXIV.
- Долан Э.Дж. и др. (1991) Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Л.
- Румянцев А.М. (ред.) (1975) Экономическая энциклопедия. Политическая экономия / Под ред. А.М.Румянцева. М. Советская энциклопедия. Т. 2.

- Осипов Ю.М. (2000) Очерки философии хозяйства. М.: Юристъ.
- Несветаилова А. (2011) За пределами политэкономии Мински: ликвидность и финансовые инновации в контексте глобального кредитного кризиса // Вопросы экономики. № 6. С.107–122.
- Стельмах В.С. та ін. (ред.) (2001) Енциклопедія банківської справи України / Під ред. В.С.Стельмаха та ін. К.: Молодь; Ін Юре.
- Білан О.М. (2002) Дослідження ефекту ліквідності на міжбанківському ринку України. Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. Матеріали науково-практичної конференції. К. С.139–145.
- Столяров І.А. (сост.) (1993) Антологія економічної класики: Т.Мальтус, Д.Кейнс, Ю.Ларин / Сост. І.А.Столяров. М.: Еконов – Ключ.
- Гриценко А. (2005) Развитие форм обмена, стоимости и денег. К.: Основа.
- Розенберг. Д.И. (1983) Комментарии к "Капиталу" К.Маркса. М.: Экономика.
- (2013) Long-term Finance and Economic Growth // http://www.group30.org/rpt_65.shtml.

LIQUIDITY IN TERMS OF ECONOMIC THEORY: MILESTONES OF THE POST CRISIS DEVELOPMENT

Valeria Kornivska

Author affiliation: PhD in Economics, Senior Researcher, Department of economic Theory, State Organization "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine". Email: vkornivska@ukr.net

The article presents the results of a research on the financial and institutional contents of liquidity as a phenomenon having a jointly divided nature and being a unity of the structural and functional forms of liquidity as an ability – instrument – institution and liquidity as ability to exchange and conservation of the value. The author characterizes the ongoing crisis in the context of infringement of the balance between the structural and functional forms of liquidity. Proven the influence of the financial mediation on those processes in connection with the preference of liquidity and the domination of short term effects as the main objective of transactional activities on the financial markets. The article shows the main factors determining the transformations of the liquidity contents, namely the development of globalization processes and the excess of liquid resources in the world financial Space. It is proven that, in order to maintain the balance between the structural and functional forms of liquidity, the anti-crisis transformation financial relations should be directed to the creation of closed spaces for the circulation of liquidity. In the given context, efficient is the preservation and improvement of the existing monetary sovereignties and realization of a long term paradigm of national development based on the introduction of long term investment projects in the real sector with a restriction on the influence on those processes on the part of the system of financial mediation.

Keywords: liquidity as an ability–instrument–institution, liquidity as an ability to exchange and an ability to conservation of the value, financial crisis, closed spaces for the circulation of liquidity.

JEL: B22; E44.