

М.И. Столбов

Влияние финансового рынка на экономический рост и деловые циклы

Экономический рост и деловые циклы (бизнес-циклы) – одни из наиболее актуальных и интенсивно разрабатываемых в настоящее время проблем экономической теории и практики.

Согласно результатам статистического анализа тематики публикаций в более чем 40 ведущих реферируемых экономических журналах мира за 1970-2002 гг., изучению различных аспектов экономического роста посвящено 18% от общего числа научных статей, изданных за указанный период. Эта тема, если использовать предложенный критерий контент-анализа журнальных публикаций, входит в “тройку” лидеров, наряду с исследованиями в области теории эконометрики и корпоративных финансов.¹

Исследования деловых циклов также находятся на передовых позициях мировой экономической науки. Об этом свидетельствует присуждение Нобелевской премии за 2004 год Э. Прескотту и Ф. Кюдланду, разработавшим теорию реального бизнес-цикла.

Как экономический рост, так и колебания деловой активности имеют принципиально важное значение с точки зрения повышения благосостояния населения, стабильного технологического и политического развития стран мира. Достаточно отметить, что “если бы в такой экономически развитой державе, как США, темпы роста за последнее столетие были в среднем ниже на один процентный пункт, то в конце XX века эта страна имела бы примерно такой же реальный валовой внутренний продукт (ВВП) на душу населения, как Венгрия или Мексика, и намного ниже, чем Португалия или

¹ Han Kim E., Morse A., Zingales L. What Has Mattered to Economics since 1970. – NBER Working Paper, July 2006. – P. 6.

Греция.”² Таким образом, “цена” каждого процентного пункта текущего увеличения или снижения реального ВВП оказывается чрезвычайно высокой в долгосрочном периоде. Такие “потери” и “приобретения” могут кардинально изменить траекторию экономического развития государств и, в конечном счёте, их роль в мировой экономике и политике. При этом проблемы экономического роста и циклических колебаний наиболее уместно рассматривать совместно, поскольку эмпирические исследования подтверждают наличие статистически значимой отрицательной зависимости между волатильностью цикла и темпами экономического роста. Иначе говоря, чем выше изменчивость темпов экономического роста (измеряемая величиной стандартного отклонения), тем ниже средний темп роста.³

Соответственно, выявление факторов экономического роста и колебаний деловой активности, сопоставление их значимости для той или иной страны или группы стран на различных этапах их развития – приоритетные задачи как теоретической, так и прикладной экономической науки.

К настоящему времени накоплен обширный объём научных знаний, касающихся факторов экономического роста и бизнес-циклов. По мере развития экономической науки сам перечень этих факторов постоянно расширяется, при этом зачастую те движущие силы, которые ранее имели безусловный приоритет при анализе процессов расширенного воспроизводства и циклических колебаний, отодвигаются на второй план, уступая место новым теориям.

В частности, сейчас исследование природно-климатических факторов явно находится на периферии научного анализа экономического роста, тогда как, например, под влиянием интенсивного развития неинституционального и эволюционного направлений в экономической теории повышенное

² Туманова Е.А., Шагас Н.Л. Макроэкономика. Элементы продвинутого подхода: Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2004. – С. 184.

³ Ramey G., Ramey V. Cross-country Evidence on the Link between Volatility and Growth. – NBER Working Paper № 4959, 1994.

внимание стало уделяться изучению места и роли таких категорий, как защита прав собственности, транзакционные издержки, институциональные ловушки и т. п., в обеспечении роста реального ВВП. В анализе деловых колебаний растущее внимание получают политические мотивы (теории политического бизнес-цикла В. Нордхауса и А. Алесины) и т.п.

В последние два десятилетия среди “новых” факторов экономического развития и деловых циклов внимание исследователей стало смещаться в сторону более пристального изучения институтов и инструментов финансового рынка.

Финансовый рынок можно определить как совокупность формальных и неформальных институтов, предоставляющих финансовые услуги домохозяйствам, предпринимателям и другим финансовым институтам. Максимально обобщённо финансовый рынок рассматривается как система, состоящая из двух структурных элементов – рынка банковских услуг и прочих финансовых посредников (*intermediaries*), например, страховых компаний, и рынка ценных бумаг. Такой подход оправдан тем, что именно на эти сегменты приходится наибольший удельный вес в структуре финансового рынка в большинстве стран мира.

Кроме того, более высокая степень детализации, на наш взгляд, была бы целесообразна только, если ставится цель – подробно анализировать состояние самого финансового рынка, абстрагируясь от его влияния на экономический рост. Также необходимо отметить, что фокусирование внимания именно на рынке банковских услуг и ценных бумаг в целом соответствует практике научного анализа влияния финансового рынка на экономический рост и деловые циклы.⁴

В свете растущей важности изучения взаимосвязи финансового рынка, экономического роста и деловых циклов представляется важным обобщить те наработки, которые имеются в арсенале мировой экономической науки по данной проблематике. Далекое не все они безапелляционны. Напротив, статус

⁴ См., например, Allen F., Gale D. *Comparing Financial Systems*. – Cambridge, MIT Press, 2000.

так называемых стилизованных фактов, т.е. положений и гипотез, более или менее признаваемых научным сообществом, имеет меньшинство. Тем не менее, обзор этих теоретических положений необходим как некоторая ревизия проделанной работы, особенно полезная в условиях российской экономики, где финансовый рынок динамично развивается и в ближайшие годы имеет все шансы стать одним из ключевых факторов экономического развития и циклических колебаний.

Ниже даётся анализ основных аспектов взаимосвязи финансового рынка и экономического роста, затем приводятся положения, относящиеся к проблематике финансовой составляющей бизнес-циклов.

1. Проблема влияния финансового рынка на экономический рост впервые стала объектом анализа почти полтора столетия назад, причём изначально влияние финансового рынка изучалось не столько применительно к собственно экономическому росту, сколько в разрезе сопутствующих и смежных вопросов - оптимальной аллокации ресурсов в экономике (У. Бейджхот), формирования финансового капитала и роли крупных монополий (К. Маркс и Р. Гильфердинг). Наиболее близко к современной трактовке этой проблемы подошёл Й. Шумпетер, впервые новаторски и глубоко исследовав роль банков в экономическом развитии. По Шумпетеру, банкир – посредник между теми, кто стремится реализовать “новые комбинации” (т.е. инновации), и владельцами необходимых для этой цели средств производства. От имени всего общества он, предоставляя кредит, “санкционирует” (*authorizes*) осуществление “новых комбинаций”.⁵

Затем, после работ Й. Шумпетера, в силу объективных факторов – двух мировых войн, Великой Депрессии, – вопрос о взаимосвязи финансового рынка и экономического роста временно оказался на периферии мировой экономической науки.

С начала 60-х гг. XX века наблюдается устойчивый рост интереса к этой проблеме: появляются первые масштабные исследования, которые, в

⁵ Шумпетер Й. А. Теория экономического развития. – М.: Прогресс, 1983. – С. 169 - 170.

основном, носят историко-экономический характер. Среди них особо следует выделить работы Р. Камерона, Х. Патрика, Р. Голдсмита и Дж. Хикса. В частности, Дж. Хикс в “Теории экономической истории” отмечал, что промышленная революция в Великобритании в конце XVIII, превратившая эту страну в ведущую державу мира, стала результатом не столько технологических инноваций, сколько укрепления финансового рынка, которое позволило эти инновации внедрить в массовое производство.⁶

В 70-е – 80-е годы выходят работы, где происходит отказ от вербального описания влияния финансового рынка на экономический рост в конкретной стране или странах в пользу построения теоретических моделей, в том числе, на базе экономико-математических методов. Повышение значимости финансового рынка в масштабах мировой экономики, процессы его либерализации, развитие теории финансов и появление новых моделей экономического роста стимулировали активное приращение научного знания в этой области.

Одной из наиболее влиятельных концепций, выдвинутых в этот период, стала гипотеза “финансовой хрупкости” (financial fragility), предложенная экономистами посткейнсианского направления, прежде всего, Х. Мински.⁷ Согласно этой теории, основа целеполагания финансовых институтов, как и промышленных компаний, - максимизация прибыли. Поэтому если растёт спрос на ресурсы финансового рынка (кредиты, первичное размещение акций и т. п.) со стороны реального сектора, финансовые институты будут стремиться удовлетворить его, даже если регулирующими органами проводится сдерживающая политика (например, если Центральный банк устанавливает повышенную учётную ставку и норму банковских резервов, ограничивая выдачу кредитов коммерческими банками).

⁶ Хикс Дж. Теория экономической истории. – М.: Журнал “Вопросы экономики”, 2006. – с. 76.

⁷ Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis. – The Jerome Levy Institute of Bard College, 1992, Working Paper № 74. – P. 1-10.

Финансовые посредники могут преодолеть такого рода ограничения за счёт внедрения новых инструментов и услуг. В качестве примеров подобных нововведений, позволяющих финансовым институтам удовлетворить повышенный спрос на ресурсы со стороны производственных фирм в условиях сдерживающей политики монетарных властей и иных регуляторов финансового рынка, можно назвать секьюритизацию, то есть эмиссию ценных бумаг, обеспеченных платежами по ранее выданным кредитам, которая позволяет коммерческим банкам увеличить объём денежных средств и, соответственно, предложение новых кредитов; создание кредитных линий между финансовыми институтами и выдачу совместных (синдицированных) кредитов; различные методы управления пассивами, направленные на увеличение в их структуре долгосрочных депозитов.

2. К настоящему времени сформировались три подхода, или парадигмы, изучения влияния финансового рынка на экономический рост. Четвёртая, неинституциональная парадигма, находится в стадии формирования.

Первая из них имеет микроэкономические основания и базируется на исследовании таких проблем, как моральный риск, отрицательная селекция, отношения “принципал-агент” и т. д. применительно к финансовому рынку, их воздействия на процессы накопления капитала и, соответственно, на темпы роста экономики.

В реальности всегда присутствует асимметричное распределение информации между кредиторами (прежде всего, банками) и заёмщиками. Очевидно, что никто, кроме самих заёмщиков, нуждающихся во внешнем финансировании, не может лучше ориентироваться в характеристиках собственных проектов (доходности, рисках и т. п.). Зачастую определить надёжность заёмщиков *ex ante* весьма затруднительно, и поэтому у них возникают стимулы скрывать истинное положение дел, чтобы получить кредит. В ответ кредиторы могут прибегнуть к мониторингу деятельности заёмщиков. Однако сам мониторинг сопряжён с издержками, что уменьшает

предложение кредитов. Возникает феномен рационализации кредитов, что на макроэкономическом уровне означает, что меньшая доля сбережений будет трансформироваться в инвестиции. В результате сократятся накопление капитала и темпы экономического роста. Наиболее известные авторы, работающие в рамках этой парадигмы, - Дж. Стиглиц, В. Бенсивенга (*V. Bencivenga*), Б. Смит (*B. Smith*), Д. Даймонд (*D. Diamond*), Д. Гринвуд (*J. Greenwood*) и др.⁸

Второй подход предполагает включение показателей, характеризующих функционирование финансового рынка, в модели эндогенного экономического роста. При этом роль финансового рынка в рамках этого подхода может моделироваться двояко: он может ускорять экономический рост непосредственно, либо через НТП. Наибольший научный вклад в разработку этой группы моделей внесли М. Пагано (*M. Pagano*), П. Хоуитт (*P. Howitt*), Ф. Агийон (*P. Aghion*), А. Сантомеро (*A. Santomero*). Главная задача, с которой совместными усилиями успешно справились исследователи в рамках этих двух парадигм, - теоретически доказать наличие положительной связи между развитием финансового рынка и экономическим ростом.

Работы в русле третьего, эконометрического, подхода призваны найти эмпирические доказательства наличия такого рода взаимосвязи. “Методологическое ядро” данной парадигмы – так называемые “Барро-регрессии”. Речь идёт об аппарате множественных регрессий, одной из объясняющих переменных в которых рассматривался показатель развития (глубины) финансового рынка.

Число исследований, где приводятся доказательства наличия положительной взаимосвязи финансового рынка и темпами экономического роста, многократно превалирует над работами, ставящими под сомнение влияние финансового рынка на экономический рост. Тем не менее, окончательного разрешения этот вопрос ещё не получил. В частности, ещё

⁸ Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. - NBER Working Paper № 10766, September 2004. – P. 98.

предстоит прояснить, носит ли взаимосвязь между развитием финансового рынка и экономическим ростом линейный характер или нет, определить, действительно, ли именно финансовый рынок стимулирует экономический рост, а не наоборот, рост выпуска в нефинансовом секторе ведёт к увеличению предложения финансовых услуг.

Однако на основе эконометрического анализа исторических временных рядов по Великобритании, США и Японии гипотеза, согласно которой уровень развития финансового рынка стал катализатором экономического развития этих государств, нашла подтверждение. При этом значимость этого фактора оказалась весьма существенной, что позволило некоторым исследователям наряду с термином “промышленная революция” использовать понятие “финансовая революция”.

Ключевыми “фигурантами” эконометрической парадигмы следует признать Р. Левина (*R. Levine*), Т. Бека (*T. Beck*), А. Демиргуч-Кунта (*A. Demirguc-Kunt*), Р. Раджана (*R. Rajan*) и др.

3. Финансовое и общеэкономическое развитие не всегда характеризовались синхронностью. До начала 30-х годов XX века преобладала тенденция к повышению роли финансового рынка в мировой экономике, выражавшаяся в росте таких относительных показателей, как “депозиты/ВВП” и “капитализация РЦБ/ВВП”. Однако затем под влиянием “Великой депрессии”, Второй мировой войны и её последствий удельный вес финансового рынка в экономиках стран мира заметно снизился, в среднем упав ниже уровня 1913 года. В течение первых послевоенных лет развитие финансового рынка заметно отставало от динамики восстановления экономики США и стран Западной Европы.

Структурная перестройка мировой экономики, в результате которой опережающими темпами начали развиваться отрасли сферы услуг, обусловили восстановление повышательной динамики упомянутых выше финансовых индикаторов с 60-х – 70-х годов. В целом, только к началу XXI

века их средние значения превысили уровень, достигнутый в 1913 году.⁹ Однако XX век поставил весьма важную проблему – объективную возможность возникновения длительного разрыва в уровнях финансового и общеэкономического развития стран (как под влиянием эндогенных, так и экзогенных причин), что способно затруднить использование финансового рынка в качестве фактора ускорения экономического роста. В этом контексте следует учитывать и политико-экономическую ситуацию – ориентацию правящих элит на создание эффективного финансового рынка или отсутствие такой экономической политики в силу идеологических или иных причин.

4. Влияние финансового рынка на экономический рост удобно и эффективно изучать на базе модели аккумулированного капитала (*AK-model*), дополненной функцией издержек финансового посредничества. С точки зрения макроэкономики, введение этой функции в анализ означает отказ от предпосылки о равенстве инвестиций и сбережений.

Модель демонстрирует, что существует определённый критический уровень накопленного капитала, при достижении которого повышение эффективности финансового рынка способно ускорить экономическое развитие. С точки зрения экономической политики, это означает, что ставка на ускоренную модернизацию финансового рынка в бедных странах может не только не дать желаемого эффекта, но и ещё больше обострить социально-экономические проблемы, стоящие перед ними. Однако по мере увеличения благосостояния страны, будет возрастать вероятность того, что повышение эффективности функционирования финансового рынка приведёт к ускорению темпов экономического роста.

Кроме того, в рамках рассматриваемой модели возможности роста экономик, испытывающих острый дефицит капитала, и так называемой конвергенции, или сближения уровней развития “бедных” и “богатых” капиталом стран, очень незначительны. Этот вывод, как известно,

⁹ Зингалес Л., Раджан Р. Спасение капитализма от капиталистов: скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей. – М.: ИКСИ, ТЕИС, 2004. – с. 293.

контрастирует с тем, что делается, например, на основе неоклассической модели экономического роста Солоу-Свана.

Также из модели следует, что для поддержания максимального темпа прироста национального дохода, необходимо заботиться о повышении эффективности функционирования финансового рынка по мере достижения всё более высоких стадий развития экономики. Иными словами, однажды созданный финансовый рынок, какой бы он эффективный изначально ни был, не может бесконечно обеспечивать высокие темпы экономического роста; в процессе экономического развития требуются дополнительные “инъекции”, направленные на укрепление финансовых институтов.

Расширенная версия модели нивелирует главное “узкое место” базового варианта – возможность бесконечного экономического роста за счёт аккумуляции капитала, снимая предпосылку о постоянстве предельных издержек финансового посредничества.

5. Автором статьи было предложено другое направление развития базовой модели аккумуляции капитала с издержками финансового посредничества - дезагрегация понятия “капитал” и выделение в нём физической и “человеческой” составляющих, что позволяет оценить влияние финансового рынка на накопление человеческого капитала как альтернативного источника экономического роста.

В этой связи было выявлено, что в условиях экономик, где физический капитал является главенствующим фактором увеличения выпуска (иначе говоря, эластичность выпуска по физическому капиталу превышает 0,5), рост эффективности финансового рынка должен быть в первую очередь ориентирован на накопление человеческого капитала. Также было формально доказано, что влияние эффективности финансового рынка на долю инвестиций в человеческий капитал зависит от эластичности выпуска по физическому капиталу, норм выживания физического и человеческого капитала и различных соотношений между этими параметрами.

6. Существенное внимание в рамках исследования воздействия, которое оказывает финансовый рынок на экономический рост, уделяется проблеме оптимальной структуры этого рынка, понимаемой как поиск такого соотношения между его основными сегментами – банковским сектором и рынком ценных бумаг, которое бы обеспечило поддержание устойчивых темпов экономического роста в долгосрочной перспективе.

Имеется обширный перечень аргументов как в поддержку приоритетной роли банковской сектора, так и рынка ценных бумаг. В настоящее время популярна и эклектическая точка зрения, сторонники которой подчёркивают комплементарный характер этих сегментов финансового рынка и предлагают поставить во главу угла необходимость создания благоприятной институционально-правовой среды как залога его эффективного функционирования.

Эмпирические исследования западных учёных, нацеленные на выявление значимости фактора финансовой структуры для объяснения динамики экономического роста и основанные на построении регрессионных моделей по панельным данным, подтверждают тезис о комплементарности сегментов финансового рынка, доказательством чего выступает несущественный вклад переменных, характеризующих тип финансовой структуры, в прогноз темпов экономического роста.

Вместе с тем, по мнению автора, методологический подход, основанный на построении эконометрических моделей для отдельных стран и учёте специфики экономики каждой из них, - достойная альтернатива анализу панельных данных, который в значительной степени ретуширует индивидуальные особенности стран, так как ориентирован на групповые обобщения.

Регрессионный анализ, проведённый автором статьи на уровне отдельных стран, не подтверждает вывода о несущественности типа структуры финансового рынка с точки зрения экономического роста. С этой

целью оценивалось уравнение, которое является одной из возможных спецификаций “регрессий Барро”:

$$\Delta VВП_{он} = a + b * \frac{\text{капиталРЦБ}}{\text{кредиты}} + c * \frac{\text{финактивы}}{ВВП} + d * \frac{\text{инвестиции}}{ВВП} + \varepsilon,$$

где $\Delta VВП_{он}$ - ежегодный темп прироста реального ВВП на душу населения, $\frac{\text{капиталРЦБ}}{\text{кредиты}}$ - отношение капитализации рынка ценных бумаг к объёму кредитов, выданных коммерческими банками фирмам, $\frac{\text{финактивы}}{ВВП}$ - доля суммарных активов центрального банка, коммерческих банков и небанковских финансовых институтов в ВВП, $\frac{\text{инвестиции}}{ВВП}$ - доля инвестиций в основной капитал в ВВП, a - свободный член уравнения регрессии, b , c , d - индивидуальные коэффициенты чувствительности темпа прироста реального ВВП на душу населения к изменению соответствующих переменных для каждой страны в исследуемой выборке, ε - ошибка регрессии.

В данном случае показатель $\frac{\text{капиталРЦБ}}{\text{кредиты}}$ свидетельствует о типе финансовой структуры страны: если капитализация рынка ценных бумаг превышает объём кредитов, выданных коммерческими банками фирмам, то есть данный индикатор больше единицы (или 100%), можно говорить о финансовом рынке, на котором доминирует сегмент ценных бумаг. Напротив, если кредитный канал привлечения внешнего финансирования имеет приоритет над эмиссией ценных бумаг, то есть значение показателя $\frac{\text{капиталРЦБ}}{\text{кредиты}}$ находится в пределах от нуля до единицы, речь идёт о банкоориентированном типе финансовой структуры.

Показатель $\frac{\text{финактивы}}{ВВП}$ характеризует значимость финансового рынка (финансовую глубину) в экономике без учёта конкретного типа финансовой структуры. Совместное включение этих индикаторов в уравнение регрессии позволяет получить ответ на целую серию вопросов – влияет ли показатель

финансовой глубины экономики на темп прироста ВВП на душу населения и если да, то в каком направлении (иначе говоря, значим ли коэффициент c и является ли он положительным или отрицательным), насколько существенно воздействие типа финансовой структуры на темп экономического роста в присутствии показателя финансовой глубины (значимы ли одновременно коэффициенты b и c), наконец, насколько устойчиво влияние обоих финансовых индикаторов при добавлении в уравнение регрессии контрольной переменной $\frac{\text{инвестиции}}{\text{ВВП}}$, отражающей динамику инвестиционных процессов в реальном секторе.

Предложенное уравнение регрессии было оценено для 21 страны разного уровня развития (6 государств с высоким уровнем дохода на душу населения по классификации Всемирного банка и 15 – со средним) по временным рядам соответствующих показателей с 1990 по 2004 год (для некоторых государств - за несколько меньшие временные интервалы, что обусловлено недоступностью или выпадением статистической информации за отдельные годы).

В результате было установлено, что чем ниже уровень развития страны, тем выше вероятность того, что показатель финансовой глубины отрицательно влияет на темпы экономического роста. Такой характер соотношения между финансовым рынком и экономическим ростом был выявлен в случае, например, таких стран, как Тунис, Египет и Таиланд.

Индикатор $\frac{\text{капиталРЦБ}}{\text{кредиты}}$, характеризующий тип финансовой структуры, представляет собой фактор, по степени влияния на экономический рост практически сопоставимый с показателем финансовой глубины. Он статистически значим для Швеции, Южной Кореи, ЮАР, Турции и близок к таковому для Чили, Тринида-и-Тобаго, Канады и Сингапура. Этот вывод контрастирует с результатами ряда влиятельных и часто упоминаемых

эмпирических проверок влияния финансовой структуры на экономический рост, в частности, расчётами Р. Ливиня.¹⁰

Такой результат, полученный автором статьи, косвенно подтверждает мнения ряда исследователей о том, что странам с различным уровнем развития целесообразно ориентироваться на построение различных типов финансовых систем. В этой связи характерно, что широкое распространение среди экономистов-теоретиков получила точка зрения о том, что для стран с низким и средним уровнем доходов предпочтительнее сделать ставку на развитие банковского сектора, а не рынка ценных бумаг.

Для развитых государств было выявлено наличие тесной корреляции между показателями финансовой глубины и финансовой структуры. После проведённой корректировки соответствующих уравнений регрессии с целью устранения мультиколлинеарности было установлено, что финансовый рынок США, будучи самым ёмким в мире, оказывает положительное воздействие на экономический рост косвенно – через увеличение объёма инвестиций в реальном секторе.

7. В современных условиях инвестиции в НИОКР рассматриваются как важный фактор экономического роста. При этом финансовый рынок способен играть далеко не последнюю роль в аккумулировании такого рода капиталовложений. В частности, эффективный финансовый рынок повышает отдачу от инновационной деятельности, смягчая проблему морального риска и дисциплинируя труд исследователей и венчурных предпринимателей благодаря мониторингу их хозяйственной деятельности. Поэтому устранение финансового рынка из процесса капиталовложений в НИОКР чревато воспроизводством системы мягких бюджетных ограничений, неразрывно связанных с угрозой недобросовестного поведения и, как следствие, низкой отдачей от инвестиций в инновационную деятельность. Это было одной из причин неэффективного внедрения результатов НТП в командно-

¹⁰ Levine R. Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is better? - NBER Working Paper № 9138, September 2002. - P. 7.

административных системах, однако имело место и в ряде стран с рыночной экономикой (например, в Японии в период стагнации 90-х гг. XX века).

Роль финансового рынка в инвестициях в НИОКР, во многом, определяется типом структуры этого рынка. Автором статьи также было проведено специальное исследование на эту тему, в результате которого нашла формальное подтверждение гипотеза о том, что в случае стран с высокими доходами на душу населения рынок ценных бумаг приобретает более важное значение для привлечения инвестиций в НИОКР, чем банковские ссуды, особенно, в части радикальных инноваций. Так, было установлено, что среднее значение взаимокорреляционной функции между долей расходов предпринимателей на НИОКР в ВВП и показателем финансовой структуры (т.е. отношением $\frac{\text{капиталРЦБ}}{\text{кредиты}}$) составляет - 0,3 для стран со средним уровнем дохода на душу населения и 0,17 – для государств с высоким уровнем дохода. Концептуально этот факт можно объяснить тем, что в подавляющем большинстве стран с низкими и средними доходами населения значимость банковского сектора существенно выше, чем рынка ценных бумаг, если он вообще присутствует. Поэтому те незначительные инвестиции в НИОКР, осуществляемые предпринимателями в этих странах, опираются на банковские кредиты.¹¹ В развитых же государствах роль рынка ценных бумаг в значительной мере заточена на поддержку инноваций через механизм венчурных инвестиций. (Исключением в этом смысле является, пожалуй, только Япония, где венчурное финансирование не получило большого распространения.)

Микроэкономические данные об источниках финансирования фирм с высокой степенью инновационной активности (измеряемой как отношение расходов на НИОКР к объёму продаж) в развитых странах (на примере Великобритании) свидетельствуют о том, что наибольшая часть ресурсов,

¹¹ Здесь следует упомянуть проблему *эндогенности*, т.е. возможность существования обратной причинности: не структура финансового рынка влияет на инвестиции в НИОКР, а уровень развития самой страны определяет тип финансовой структуры, а значит, и инвестиции в НИОКР.

необходимых для развития, привлекается ими именно в форме дополнительных эмиссий акций. Меньшая часть приходится на выпуск долговых ценных бумаг и кредиты банков.

8. Влияние финансового рынка на экономический рост варьируется в зависимости от уровня развития стран.

Развитые государства на фоне прочих групп стран характеризуются наиболее рельефно выраженным влиянием финансового рынка на экономический рост. Этот вывод распространяется на страны ОЭСР, ЕС, не говоря уже о таких странах G-8, как США, Великобритания, Германия, Япония и Канада. Эконометрический анализ влияния финансовой глубины на динамику экономического развития этих стран выявил положительную и статистически значимую связь между этими параметрами (табл. 1).

Таблица 1

Параметры регрессионной модели влияния глубины финансового рынка на экономический рост Великобритании, Германии, Италии, Канады, США и Японии, 1990-2004 гг.

Страна	Уравнение регрессии
Великобритания	$\Delta ВВП_{\text{от}} = -3,5 + 0,02 * \Phi\Gamma$, $R^2 = 0,31$, $F - \text{стат.} = 5,8$ (-1,5) (2,4) знач. (0,03)
Германия	$\Delta ВВП_{\text{от}} = -12,7 + 0,03 * \Phi\Gamma + 0,37 * \frac{\text{инвестиции}}{ВВП}$, $R^2 = 0,46$, (-2,6) (2,6) (2,4) $F - \text{стат.} = 4,2$ знач. (0,05)
Италия	$\Delta ВВП_{\text{от}} = 1,1 + 0,0014 * \Phi\Gamma$, $R^2 = 0,002$, $F - \text{стат.} = 0,02$ (0,8) (0,14) знач. (0,9)
Канада	$\Delta ВВП_{\text{от}} = -3,9 + 0,04 * \Phi\Gamma$, $R^2 = 0,31$, $F - \text{стат.} = 5,8$ (-1,6) (2,4) знач. (0,03)
США	1) $\Delta ВВП_{\text{от}} = -8,8 + 0,51 * \frac{\text{инвестиции}}{ВВП}$, $R^2 = 0,32$, $F - \text{стат.} = 5,8$ (-2,0) (2,5) знач. (0,03) 2) $\frac{\text{инвестиции}}{ВВП} = 14,24 + 0,03 * \Phi\Gamma$, $R^2 = 0,84$, $F - \text{стат.} = 65,7$

	(15,3) (8,1) (0,00)	знач.
Япония	$\Delta ВВП_{от} = -12,44 + 0,06 * \Phi Г$, $R^2 = 0,32$, $F - стат. = 6,1$ (-2,2) (2,5)	знач. (0,03)

В скобках указаны значения t-статистик соответствующих коэффициентов регрессионных уравнений

Источник: расчёты автора по данным Penn World Table 6.2 и World Bank Financial Structure Database.

Вместе с тем, каналы и “мощность” воздействия финансового рынка на экономический рост заметно различаются даже в рамках этой группы стран: в частности, было дополнительно подтверждено, что финансовый рынок США оказывает положительный эффект на темпы прироста американской экономики не напрямую, а через увеличение инвестиций в реальном секторе. Другими “проводниками” воздействия финансового рынка на экономический рост развитых стран, помимо инвестиций в основной капитал, являются совокупная факторная производительность и производительность труда.

Также было установлено, что потенциал влияния финансового рынка на экономический рост в Японии, Германии и Канаде, где показатель финансовой глубины и средние темпы прироста реального ВВП на душу населения были в 1990 – 2004 гг. ниже, чем в США и Великобритании, оказывается сильнее. Вместе с тем, примечательно, что эластичность темпов прироста реального ВВП на душу населения по показателю финансовой глубины превышает единицу для всех перечисленных стран, что свидетельствует о значительном потенциале воздействия финансового рынка на экономический рост в этих государствах.

В целом, можно сказать, что развитые страны представляют идеальную модель, описывающую положительный характер воздействия финансового рынка на экономический рост.

9. Что касается развивающихся стран, то здесь картина неоднозначна: многочисленность и гетерогенность этой группы государств, пробелы в

статистической информации не позволяют с необходимой степенью достоверности ни подтвердить, ни опровергнуть гипотезу о финансовом рынке как стимулирующем факторе экономического роста. Поэтому анализ этой проблемы осуществлялся в контексте наиболее острых для подавляющего числа развивающихся стран вопросов – борьбы с бедностью и неравенством, конвергенции с развитыми странами и инфляцией.

В результате было установлено, что рост финансовой глубины в конечном счёте ведёт к сокращению уровня бедности, однако этот процесс может идти как по линейной траектории, так и более болезненно для развивающихся стран – через первоначальное увеличение неравенства. Финансовый рынок также правомерно рассматривать как фактор, способствующий конвергенции многих развивающихся государств. Однако есть основания полагать, что этот вывод нельзя распространить на беднейшие страны, для которых, напротив, наиболее вероятный сценарий – увеличение отставания от развитых государств (дивергенция).

Повышенный инфляционный фон, типичный для многих развивающихся стран, существенно снижает вероятность положительного воздействия финансового рынка на их экономический рост. Эмпирические исследования указывают на то, что когда темп инфляции оказывается выше 13 – 25% в год, положительная связь между финансовым рынком и экономическим ростом не обнаруживается. Дезинфляция, напротив, создаёт необходимые условия для позитивного влияния финансового рынка на экономический рост.

Отдельный анализ взаимосвязи финансового рынка на экономический рост в крупнейших развивающихся государствах – Китае, Индии и Бразилии – выявил наличие умеренной положительной зависимости только в случае последних двух стран. На уровне корреляционного анализа связь между развитием финансового рынка и экономическим ростом в Китае не просматривается.

Коэффициенты корреляции между темпами прироста реального ВВП на душу населения и некоторыми индикаторами развития финансового рынка в Бразилии, Китае и Индии, 1992-2004 гг.

Страна	Отношение активов коммерческих банков к совокупным активам банковского сектора	Показатель концентрации рынка банковских услуг (сумма рыночных долей трёх крупнейших банков)	Отношение капитализации рынка ценных бумаг к ВВП	Отношение финансовой глубины (суммы кредитов коммерческих банков и капитализации рынка ценных бумаг) к ВВП
Бразилия	0,30	-0,10	0,19	0,16
Китай	-0,55	0,62	-0,57	н/д
Индия	0,28	-0,40	0,19	0,15

Источник: расчёты автора по данным Penn World Table 6.2 и World Bank Financial Structure Database.

Таким образом, общий вывод для экономической политики развивающихся стран состоит в том, чтобы не преувеличивать значение финансового рынка как фактора экономического роста. Применительно к развивающимся странам, по-видимому, наиболее близко к истине утверждение о финансовом рынке как о вспомогательном механизме расширенного воспроизводства, способствующем решению типичных проблем (бедности, неравенства, повышения скорости конвергенции с развитыми странами), однако не настолько мощном, чтобы стать по-настоящему ключевым и самодостаточным фактором экономического развития.

10. Представляется, что такая рекомендация справедлива и для российской экономики, где также присутствует весьма умеренная положительная связь между показателями экономического роста и индикаторами финансовой глубины. В частности, значения коэффициентов корреляции между уровнем финансовой глубины и динамическими индикаторами экономического роста (темпом прироста реального ВВП, инвестиций в основной капитал) не превышает 0,5.

**Коэффициенты корреляции между основными
макроэкономическими показателями и индикаторами финансового
рынка, 1999-2005 гг.**

Показатель	Темп прироста реального ВВП	Темп прироста объёма промышленного производства	Темп прироста реальных располагаемых доходов населения	Темп прироста инвестиций в основной капитал
Отношение активов коммерческих банков к совокупным активам банковского сектора	0,11	-0,57	0,68	0,21
Показатель концентрации рынка банковских услуг (сумма рыночных долей трёх крупнейших банков)	-0,27	0,26	-0,93	-0,34
Отношение кредитов коммерческих банков к ВВП	-0,02	-0,52	0,44	0,04
Отношение капитализации рынка ценных бумаг к ВВП*	0,21	-0,22	0,37	0,16
Отношение финансовой глубины (суммы кредитов коммерческих банков и капитализации рынка ценных бумаг) к ВВП	0,16	-0,27	0,36	0,14
Темп прироста денежного	0,59	0,88	-0,31	0,51

агрегата М2				
Темп прироста значения индекса РТС	-0,59	0,04	-0,86	-0,58

* - без учёта капитализации рынка корпоративных облигаций в силу отсутствия данных.

Источник: расчёты автора по данным Федеральной службы государственной статистики РФ, Центра развития и World Bank Financial Structure Database.

В то же время, как показал тест Грэнжера на причинно-следственную зависимость между темпом прироста реальных располагаемых доходов населения и уровнем концентрации в банковском секторе, улучшение функционирования финансового рынка (в данном случае, сокращение степени монополизации рынка банковских услуг) оказывает положительное и статистически значимое влияние на рост благосостояния населения.

Финансовый рынок России обнаруживает заметную зависимость от внешнеторговой конъюнктуры: эконометрические расчёты показывают, что рост объёма экспорта, сальдо торгового баланса и цен на нефть марки “Urals” в последние годы определяли динамику показателей финансового рынка (рис.). На настоящий момент это позволяет выделить его лишь как формирующийся фактор экономического роста.

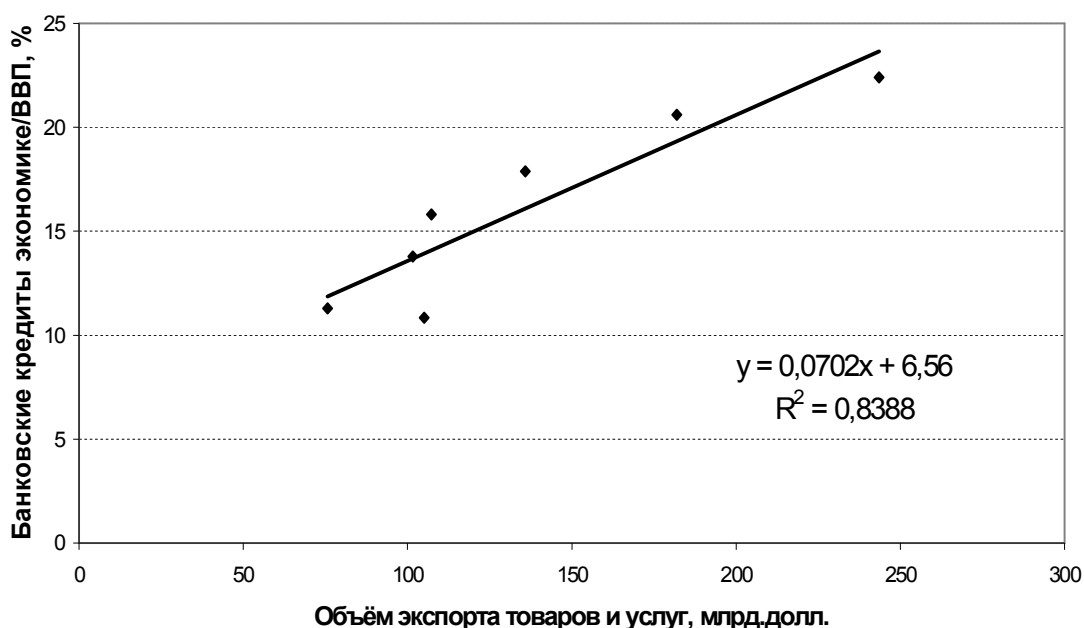


Рис. Зависимость кредитования населения и нефинансового сектора в России от объёма экспорта, 1999-2005 гг.

Однако в силу нестабильности и цикличности, присущих ценам на сырьевые товары, экспортируемые Россией, и связанными с ними рисками, отечественная экономика объективно заинтересована в повышении значимости финансовых механизмов расширенного воспроизводства.

Повышение роли финансового рынка в обеспечении экономического роста возможно при проведении макроэкономической политики, органично сочетающей институциональные реформы, направленные на увеличение финансовой глубины экономики, вовлечение финансового рынка в опосредование хозяйственных процессов в инновационных отраслях при обеспечении стабильного и поступательного развития его структурных элементов и недопущении отрыва от реального сектора. При этом представляется наиболее целесообразным исходить из взаимодополняющего характера взаимосвязи между рынком ценных бумаг и банковским сектором. Поступательное развитие обоих сегментов финансового рынка России важно для сохранения её финансового «суверенитета» и обеспечения устойчивой динамики развития.

11. Финансовый рынок способен не только влиять на экономический рост, но и сглаживать (усиливать) амплитуду циклических колебаний. В частности, утверждается, что в условиях развитого рынка ценных бумаг изменчивость сбережений (а значит, инвестиций и потребления) будет ниже, чем в экономике, характеризующейся зачаточным состоянием данного рынка. Происходит это за счёт больших альтернатив вложения ресурсов и меньшей дисперсии сбережений.¹²

Был предложен специальный механизм распространения циклических колебаний посредством финансового рынка – гипотеза финансового акселератора. Она была разработана в 80-е годы группой американских экономистов во главе с нынешним председателем Федеральной резервной системы (ФРС) Б. Бернаке.¹³ Суть теории заключается в том, что в реальном мире внешнее финансирование для фирм всегда обходится дороже, чем использование собственных денежных средств. Разница в стоимости этих видов ресурсов может рассматриваться как премия за использование внешнего финансирования, которую уплачивает заёмщик. Чем лучше финансовое положение заёмщика, тем, соответственно, меньше величина данной премии, и наоборот. При этом само финансовое положение фирм зависит от реальных факторов. Например, удорожание сырья означает рост издержек, снижение прибыли и, при прочих равных условиях, увеличение премии за использование внешнего финансирования и сокращение инвестиций. Таким образом, негативный шок в реальном секторе может воспроизводиться и усиливаться посредством финансового рынка.

Практика показывает, что наиболее подвержены как экспансии, так и резкому сжатию сектора экономики с высокой степенью зависимости от внешних ресурсов, например, малый бизнес и инновационные отрасли. В частности, в отраслях с долей внешнего финансирования выше средней

¹² Розанова Н., Назаренко А. Влияние фондового рынка на экономическую динамику в модели перекрывающихся поколений // Вопросы экономики, 2007, № 3. – с. 67.

¹³ Bernanke B., Gertler M. Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations // American Economic Review, 1989, vol. 79. – P. 14 - 31.

экономический спад оборачивается сокращением выпуска на 1,5-3 п.п. большим, чем в традиционных отраслях.¹⁴

Кроме того, процессу финансовой акселерации подвержены и домохозяйства. Типичный пример – рынок ипотечного кредитования. Чем выше уровень дохода индивида и больше объём имущества, которое он может предложить в качестве залога, тем менее обременительны будут для него условия кредитования. Однако стоит произойти какому-либо экзогенному шоку, кредитное бремя может существенно возрасти. Во многом, так и произошло в ходе нынешнего ипотечного кризиса в США: первые дефолты по ипотечным облигациям, которые начали фиксироваться ещё с конца 2006 года, с одной стороны, привели к падению цен на рынке жилья (тем самым ухудшив качество залоговой базы ипотечных заёмщиков), а с другой, вынудили банки пересмотреть условия кредитования, прежде всего, в части повышения процентных ставок. Как следствие, резкий рост расходов по обслуживанию кредитов негативно отразился на динамике потребления домохозяйств в США. При этом он особенно затронул “субстандартных” заёмщиков, основная масса которых имеют средние доходы, но участвовали в программах кредитования с плавающей процентной ставкой. Кризис на рынке недвижимости усилил негативные процессы в банковском секторе США.

12. Помимо микроэкономических и отраслевых аспектов влияния финансового рынка на циклические колебания, предпринимались попытки оценить взаимосвязь между финансовым рынком и нестабильностью на макроуровне.

Например, утверждается, что финансовый рынок является наиболее значимым источником колебаний экономической конъюнктуры в тех странах, где средний уровень развития данного рынка сочетается с активной

¹⁴ Braun M., Larrain B. Finance and the Business Cycle: International Inter-Industry Evidence // The Anderson School, University of California Working Paper, 2004. – P. 3.

стратегией либерализации по отношению к иностранному капиталу, в основном, в форме портфельных инвестиций.¹⁵

В данном случае финансовый акселератор замыкается на приток-отток иностранного капитала. Если в стране в течение длительного временного промежутка наблюдается интенсивный приток капитала, то иностранные инвесторы склонны демонстрировать очень высокую чувствительность даже к пренебрежимо малому ухудшению состояния экономики этого государства. Соответственно, в какой-то момент приток капитала может смениться на быстрый отток, который может дополняться спекулятивными атаками на национальную валюту или фондовый рынок. Положение таких стран может усугублять отрицательное сальдо счёта текущих операций, что часто наблюдается у быстро развивающихся малых и средних экономик.

Похожий механизм распространения нестабильности через финансовый рынок был характерен для стран Юго-Восточной Азии в 1997-1998. (Не случайно весьма часто исследователи тестируют гипотезу финансового акселератора на примере стран данного региона. Вне конкуренции по частоте анализа здесь Южная Корея.¹⁶) Вероятно воспроизводство подобного механизма и в условиях сегодняшней турбулентности на мировом финансовом рынке. Первые признаки полномасштабных экономических кризисов из-за кредитного “перегрева” наблюдаются в ряде стран Центральной и Восточной Европы (Румыния, Болгария, страны Балтии) и СНГ (Казахстан, Украина).

Итак, в статье были проанализированы основные теоретические положения, касающиеся взаимосвязи финансового рынка и экономического

¹⁵ Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. Financial Development and the Instability of Open Economy. - NBER Working Paper № 10246, January 2004.

¹⁶ См., например, Elekdag S. et al. An Estimated Small Open Economy Model of the Financial Accelerator. – IMF Working Paper № 44, March 2005. или Sarabia A. The Financial Accelerator from a Business Cycle Accounting Perspective // Bank of Mexico Working Paper, 2007.

роста, а также его роли как передаточного механизма деловых циклов. Эти направления исследований вряд ли ждёт “охлаждение” со стороны учёных. Многие важные вопросы остаются слабо изученными: например, важно более детально изучить влияние нестабильности на финансовом рынке на волатильность темпов экономического роста, на микроуровне необходимо подробнее рассмотреть особенности привлечения фирмами внешних ресурсов на различных фазах делового цикла и т.д. Широкий перечень открытых вопросов оставляет значительный простор для научного творчества, в том числе, хочется верить, и российских исследователей. Ведь для отечественной экономики комплекс проблем, рассмотренных в статье, с каждым годом будет становиться всё более актуальным.