

*М.И. Столбов, к.э.н.
(специальность 08.00.01-Экономическая теория),
преподаватель кафедры экономической теории
МГИМО (У) МИД России*

*M. Stolbov, PhD. in Economics,
Moscow State Institute for International Relations (University)
of the Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation,
Economic Theory Department
e-mail: stolbov_mi@mail.ru*

Финансовый акселератор и его роль в деловых циклах (Financial Accelerator and its Role in Business Cycles)

В статье рассматриваются финансовые механизмы деловых циклов. В частности, представлена концепция финансового акселератора, разработанная Б. Бернаке и М. Гертлером. Также приводятся результаты микро- и макроэкономических исследований, доказывающих существование финансового акселерации на практике.

The paper analyzes financial mechanisms of business cycles. Particular attention is paid to the concept of "financial accelerator", proposed by B. Bernake and M. Gertler. The results of micro- and macroeconomic research that prove this concept empirically are also reviewed in the paper.

Экономический рост и увеличение благосостояния населения в основном определяются тем, что экономисты именуют "реальными" факторами – ростом производительности труда, количества и качества физического капитала, наличием необходимых запасов земельных и природных ресурсов, предпринимательской активностью. Этот же набор факторов, связанных с функционированием реального сектора экономики, исторически лежал в основе анализа циклического характера развития хозяйства.

Однако в последние десятилетия отмечается смещение внимания исследователей в сторону изучения финансовых факторов колебаний экономической конъюнктуры. Следует отметить, что первые модели, объяснявшие природу деловых циклов изменениями в денежно-кредитной политике государства и банковском секторе, начали разрабатываться в середине XX века. (Хотя отдельные элементы этой теории появились ещё в начале XX века и связаны с именем шведского экономиста К. Викалля.) Этот класс моделей получил название монетарной концепции экономического цикла. На начальном этапе формирования монетарной концепции колебаний деловой активности основной вклад в её разработку внесли Р. Хаутри и лидер неонавстрийского направления в экономической теории Ф. Хайек.

Согласно этой концепции, движущей силой цикла является рост предложения кредита со стороны банковской системы. Первоначальное увеличение объёмов ресурсов, направляемых банками на кредитование, обусловлено какими-либо экзогенными факторами (шоками), сформировавшимися в предшествующие периоды времени (например, постепенным увеличением склонности населения к сбережениям в силу роста доверия к банковской системе, мерами государственной политики по капитализации кредитных организаций и т.п.). Бóльшая доступность кредита, очевидно, ведёт к

снижению процентных ставок, росту инвестиций и совокупного спроса. Таков механизм развёртывания повышательной волны цикла (фазы подъёма).

С течением времени подъём прекращается ввиду исчерпания избыточных резервов коммерческих банков, а также сокращением темпов роста валютных резервов страны, которые могли бы “закачиваться” в банковскую систему (из-за роста склонности к импортированию по мере роста национального дохода). В результате создаётся давление на денежном рынке, которое ведёт к повышению процентных ставок и сокращению объёма инвестиций. Соответственно, далее наблюдаются спад производства и занятости, снижение номинального уровня зарплат и уровня цен. Это создаёт основу для повышения конкурентоспособности экономики, улучшению условий торговли, роста экспорта. Как следствие, вновь происходит увеличение валютных резервов и денежной базы, что обеспечивает очередную кредитную экспансию и новую повышательную волну цикла.¹ В дальнейшем концепция монетарных циклов в основном претерпевала изменения в части техники моделирования, но не качественных механизмов или содержательных выводов.

Новый вектор в развитии финансовых концепций цикла начал формироваться в начале 80-х годов, и связан с научной деятельностью нынешнего главы Федеральной резервной системы США Б. Бернанке. Им была предложена оригинальная идея “финансового акселератора” (financial accelerator) – движущей силы цикла.²

Если предположить, что существует совершенная конкуренция на всех рынках, то значимость финансового рынка сводится до нуля, поскольку фирмам будет безразлично использовать ли внутренние источники финансирования или привлекать капитал со стороны. Кроме того, согласно известной теореме Модильяни-Миллера, в таких “идеальных” условиях не имеет значение и конкретная форма привлечения внешнего финансирования – увеличение долга и эмиссия собственного капитала дают эквивалентный результат. Вместе с тем, такая ситуация мало реалистична: на практике условия совершенной конкуренции на рынках, в том числе, и на рынке финансов, нарушаются из-за асимметрии информации, трансакционных издержек, проблемы “принципал-агент” и т.д. Поэтому очевидно, что эквивалентность стоимости внутреннего и внешнего финансирования для фирм не выполняется. Внешние источники капитала практически всегда оказываются для фирм более дорогими по сравнению с внутренними, поскольку конечные владельцы внешних ресурсов или финансовые посредники (так называемые аутсайдеры) несут издержки, связанные с мониторингом деятельности фирм, обеспечением сохранности и адекватного использования этих ресурсов, защитой от недобросовестного поведения и т.д.³

Разница между стоимостью внешнего финансирования и альтернативной стоимостью внутренних ресурсов представляет собой премию за использование внешнего финансирования (external finance premium). Данная премия всегда положительна, а её абсолютная величина находится в обратной зависимости от финансового состояния заёмщика. Чем выше уровень ликвидности, текущие и будущие денежные потоки заёмщика, тем меньшую величину премии за использование внешнего финансирования, он будет вынужден платить.

Обратная связь между величиной данной премии и финансовым состоянием заёмщика создаёт канал, способный воспроизводить краткосрочные шоки и, таким образом, вести к циклическим колебаниям. Например, увеличение производительности труда в какой-либо отрасли, как правило, трансформируется в рост операционных

¹ Первая монетарная модель экономического цикла была предложена Р. Хаутри в 1927 году. (Hawtrey R. The Monetary Theory of the Trade Cycle and its Statistical Test // Quarterly Journal of Economics, 1927, vol. 41. – P. 471 – 486.)

² Bernanke B., Gertler M. Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations // American Economic Review, 1989, vol. 79. – P. 14 - 31.

³ Diamond D. Financial Intermediation and Delegated Monitoring // Review of Economic Studies, 1984, vol. 62. – P. 393 – 414.

денежных потоков фирм, работающих в данной отрасли, “облагораживанию” их балансов. Соответственно, премия за использование внешнего финансирования для этих фирм сократится, причём более низкие значения этой премии позволят им привлекать капитал на более выгодных условиях в течение ряда периодов после того, как был зафиксирован шок, связанный с ростом производительности труда. Таким образом, финансовый рынок выступает “проводником” различных экономических возмущений и шоков, вызывая эффект “кругов на воде”. Это и есть механизм финансового акселератора, который, как представляется, похож на эффект акселератора, предложенный для реального сектора П. Самуэльсоном и Дж. Хиксом и вошедший во все учебники макроэкономики как эффект мультипликатора-акселератора.⁴

Несмотря на то, что концепция финансового акселератора, носит качественный характер, предпринимались попытки количественного анализа этого явления. Большинство эмпирических тестов сводилось к проверке взаимосвязи между операционными денежными потоками фирм и их инвестициями в основной капитал и товарно-материальные запасы. Наличие положительной взаимосвязи означало бы, что стабильные денежные потоки играют существенную роль для принятия инвестиционных решений фирм. В противном случае, если бы такой взаимосвязи не существовало, можно было бы говорить о безразличии фирм в отношении источников капиталовложений. Фактически это свидетельствовало бы о равенстве стоимости внутренних ресурсов и внешнего финансирования, нулевой премии за внешнее финансирование и отсутствии возможности “запуска” механизма финансового акселератора.

Однако в большинстве проведённых исследований положительная и статистически значимая связь между инвестиционным поведением фирм и наличием у них необходимых внутренних ресурсов всё же была выявлена.⁵

Кроме того, теснота этой связи, по-видимому, нарастает с уменьшением размера фирм, то есть развитие малого и среднего бизнеса весьма чувствительно к величине премии за использование внешнего финансирования. Также особое значение она имеет для инновационных отраслей, удельный вес внешних ресурсов в финансировании которых весьма велик. Таким образом, сокращение премии за использование внешнего финансирования вследствие какого-либо положительного шока способствует развитию этих отраслей через механизм финансового акселератора. В то же время нельзя игнорировать двойственную природу этого процесса – финансовый акселератор работает как в направлении расширения, так и сжатия. Увеличение премии за использование внешнего финансирования может вызвать эффект “стоп-крана” в инвестициях фирм, в значительной степени полагающихся на внешние ресурсы. По некоторым оценкам, если в среднем экономический спад оборачивается сокращением выпуска в отрасли со средней зависимостью от внешних финансовых ресурсов на 4,7%, то в отраслях, где удельный вес внешнего финансирования выше среднего, выпуск падает на 5,6 – 7,4%.⁶ Именно поэтому эффективный финансовый рынок – необходимое условие для развития инновационных

⁴ Гипотеза финансового акселератора в значительной степени базируется на микроэкономической теории информации, контрактов и трансакционных издержек. Как отмечает сам Б. Бернаке, во многом такой подход обусловлен огромным влиянием, оказанным на него исследованиями по данным проблемам, которые осуществлялись в Стэнфордском университете в конце 70-х гг. В то время Бернанке начинал преподавательскую карьеру в этом учебном центре. (Из выступления Б. Бернанке от 15.06.2007 на конференции “Кредитный канал монетарной политики в XXI веке” в Федеральном резервном банке Атланты, штат Джорджия, www.bis.org).

⁵ Здесь можно привести такие исследования, как Fazzari S., Hubbard R., Petersen B. Financing Constraints and Corporate Investment // *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, № 1., Kaplan S., Zingales L. Do Investment - Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? // *Quarterly Journal Of Economics*, 1997, № 112. – P. 169 – 215.

⁶ Braun M., Larrain B. Finance and the Business Cycle: International Inter-Industry Evidence // *The Anderson School, University of California Working Paper*, 2004. – P. 3.

отраслей и малого бизнеса. Через систему распределения рисков, диверсификацию активов и т.п. он помогает сдерживать амплитуду финансового акселератора.

Теория финансового акселератора применима не только к фирмам, но и к поведению домохозяйств. Физические лица, выступая в качестве заёмщиков, также сталкиваются с премией за использование внешнего финансирования, которая тем меньше, чем лучше их финансовое положение. Например, чем лучше качество залога, который может предоставить заёмщик, или больше величина первоначального взноса (по ипотеке), тем более выгодными для него будут условия кредитования. Тогда, согласно гипотезе финансового акселератора, изменения в стоимости активов, предоставляемых в качестве залога, или доходов заёмщиков существенным образом отражаются на уровне кредитования и потребления в стране. Так, падение цен на недвижимость, которая приобреталась по ипотечным кредитам, может лишить заёмщиков возможности её продать и на вырученные деньги погасить кредит. Это приведёт к сокращению объёмов ипотечного кредитования, свёртыванию деловой активности на рынке недвижимости (через падение инвестиций в здания и сооружения⁷), торможению роста в смежных отраслях экономики (производстве стройматериалов и т.д.). В конечном итоге будет наблюдаться падение деловой активности в экономике в целом.

Финансовой акселерации, передаточным механизмом которой выступает ипотечное кредитование, посвящен ряд исследований. В них, в частности, отмечается, что финансовый акселератор проявляется быстрее и в более ощутимых формах, если в стране преобладают схемы ипотечного кредитования с плавающими процентными ставками, как, например, в Великобритании. Их резкий скачок немедленно сказывается на уровне потребительских расходов домохозяйств.⁸ Представляется, что и ипотечный кризис в США, тлевший с конца 2006 года, а затем распространившийся на всю мировую экономику, также несёт в себе все черты данного механизма, поскольку фиксированные ставки по субстандартной ипотеке (sub-prime mortgages) в большинстве контрактов предусматривали переход в “плавающий режим”. Это, собственно, и произошло, когда в середине 2007 года началась первая массовая волна дефолтов.

Эффекты, связанные с действием финансового акселератора, подвергались эмпирическим проверкам не только на микро- и мезоуровнях (т.е. на уровне фирм и отраслей). Также тестировалась и их макроэкономическая значимость.

Соответствующие эффекты были обнаружены при изучении спада деловой активности в начале 90-х гг. в Великобритании, когда высокий уровень долговой нагрузки на корпоративный сектор, сочетался с резким падением темпов роста инвестиций в основной капитал.⁹ Порядка 50% глубины экономического кризиса в Южной Корее в 1997-1998 годах также может объясняться действием механизма финансовой акселерации.¹⁰ Проявления эффектов финансового акселератора имеют место в японской экономике (именно они усугубили спад начала 90-х годов) и экономике США.

При этом различные финансовые инновации модифицируют действие финансового акселератора, но отнюдь не ставят под сомнение существование этого феномена. Здесь имеются в виду, прежде всего, новшества, связанные с секьюритизацией активов финансовыми институтами. Секьюритизация активов (т.е. выпуск долговых ценных бумаг, обеспеченных базовыми активами финансовых институтов, например, кредитами) – способ фондирования, отличный от привлечения традиционных видов пассивов

⁷ Не случайно в США одним из индикаторов состояния экономической конъюнктуры является показатель количества строительства новых домов.

⁸ Kosuki A., Proudman J. and Vlieghe G. Houses as Collateral: Has the Link between House Prices and Consumption in the U.K. Changed? // Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, 2002. - P. 163-177.

⁹ Hall S. Financial Accelerator Effects in UK Business Cycles // Bank of England Working Paper, 2001.

¹⁰ Sarabia A. The Financial Accelerator from a Business Cycle Accounting Perspective // Bank of Mexico Working Paper, 2007.

(депозитов), однако, условия выпуска долговых бумаг также напрямую зависят от платёжеспособности, устойчивости и качества базовых активов финансового института, который намерен осуществить секьюритизационную сделку. Чем лучше перечисленные параметры, тем меньшую доходность по этим бумагам будут требовать инвесторы. Соответственно, с большей эффективностью финансовые институты смогут генерировать новые ресурсы. Тем не менее, появление новых инструментов и каналов финансовой акселерации опять же не снимают всех рисков. Ссылаясь на опыт ипотечного кризиса в США, можно утверждать, что рынок секьюритизации также подвержен опасности коллапса при фундаментальном ухудшении качества базовых активов (т.е. ипотечных кредитов).

Подводя определённый итог, следует отметить, что концепция финансового акселератора – удобный инструмент анализа финансовых каналов деловых циклов. Она нашла практическое применение как на уровне отдельных рынков (ипотечного кредитования), так и на макроэкономическом уровне. Многочисленные финансовые инновации иногда “камуфлируют”, но не опровергают механизм финансового акселератора.