

*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 рынок как передаточный механизм нестабильности в открытой
экономике
(Financial Market As a Transmission Mechanism of Instability in Open Economy)**

В статье на качественном уровне рассматриваются следствия из модели Аггйона-Бачетты-Банерджи. Показано, что макроэкономической нестабильности в наибольшей степени подвержены страны со средним уровнем развития финансового рынка.

The paper analyzes the qualitative implications of the model proposed by Aghion P., Bacchetta P., and Banerjee A. The main finding of the model is that countries with intermediate level of financial development are the most susceptible to the propagation of macroeconomic instability via financial market.

Финансовый рынок – потенциально один из основных источников макроэкономической нестабильности в условиях открытой экономики. Не случайно многими исследователями он рассматривается как передаточный механизм кризисов, в результате чего даже сложился специальный термин – “финансовое заражение” (financial contagion). Также довольно большое внимание уделяется анализу эффектов либерализации финансового рынка, предписываемой международными финансовыми организациями (прежде всего, МВФ) в качестве неотъемлемого атрибута построения рыночной экономики всем государствам, зачастую без необходимого учёта уровня их развития и специфики участия в мировой экономике.¹

Вместе с тем, признавая важную роль финансового рынка в распространении нестабильности в открытой экономике, наука пока не располагает детальным описанием самих механизмов её формирования и распространения. Представляется, что модель, предложенная Ф. Аггйоном, Ф. Бачеттой и А. Банерджи, в значительной мере способствует объяснению роли финансового рынка в распространении нестабильности и циклических колебаний.²

Каков механизм распространения нестабильности в этой модели? Он представляет собой результат взаимодействия двух процессов. С одной стороны, в реальном секторе увеличение инвестиций в основной капитал ведёт к росту выпуска и прибыли. Рост прибыли, в свою очередь, позитивно воздействует на кредитоспособность промышленных фирм, благодаря чему увеличиваются их заимствования. В условиях открытой экономики

¹ См., например, исследования Becaert G., Harvey C., Lundblad C. Does Financial Liberalization Spur Growth? // NBER Working Paper № 8245, April 2001. или Kaminski G., Schmukler S. Short-Run Pain, Long-Run Gain: the Effects of Financial Liberalization. // IMF Working Paper № 34/03, February 2003.

² Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. Financial Development and the Instability of Open Economy // NBER Working Paper № 10246, January 2004.

этот промышленный бум обеспечивается, в том числе, и за счёт привлечения иностранного капитала.

В то же время рост инвестиций в реальном секторе создаёт дополнительный спрос на факторы производства, их цены также растут, постепенно снижая рентабельность и объём прибыли фирм. Ухудшение их финансовых показателей негативно отражается на возможности привлекать новые или рефинансировать старые займы. Кредитование реального сектора иссякает (в случае преимущественно внутренних источников) или даже “схлопывается” (в условиях максимальной мобильности капитала, иностранные источники ресурсов “пересыхают” практически мгновенно). Соответственно, сокращаются инвестиции и выпуск.

Таким образом, через рынок факторов производства (рост спроса и цен) на рынок кредита передаётся негативный шок, который затем с большей или меньшей амплитудой распространяется по всей экономике. Амплитуда колебаний, вызванных этим шоком, зависит от величины финансового акселератора, который в модели представлен как коэффициент, принимающий значения от 0 до 1, и показывающий долю средств, который предприниматель может привлечь в качестве внешнего финансирования относительно собственного уровня богатства. (Т.е. чем ближе коэффициент к 1, тем при прочих равных больше значение финансового акселератора.)

На основе экономико-математического моделирования Ф. Агийоном, Ф. Бачеттой и А. Банерджи удалось сформулировать ряд выводов, которые нетривиальны и имеют существенную значимость для экономической политики. Целесообразно познакомиться с ними поближе, оставив “за кадром” (исключительно для большей компактности изложения) инструментальную часть их анализа.

Во-первых, наиболее подвержены “заражению” кризисом государства с промежуточным уровнем развития финансового рынка. Логическое обоснование этого тезиса основывается на том, что в странах с “глубоким” финансовым рынком инвестиции промышленных компаний не столь жёстко зависят от настоящих и будущих денежных потоков этих компаний.

Доля ликвидности в активах фирм развитых стран, как правило, незначительно превышает минимально необходимый уровень, а получаемые денежные средства направляются на приобретение менее ликвидных, но более доходных активов. При этом довольно широкий набор альтернатив привлечения внешнего финансирования (корпоративные облигации, увеличение собственного капитала, секьюритизация активов и т.д.), существующий в этих странах, ограничивает сверху величину премии за использование такого рода ресурсов. Известно, что в структуре финансирования инвестиций в развитых странах доля первичных размещений акций (ИПО) достигает 8-10% (Великобритания), а удельный вес различных форм банковского кредитования доходит до 20-30%. Растут масштабы и финансовых инноваций, прежде всего, секьюритизационных сделок (asset-based lending). Соответственно, данные формы внешнего финансирования выступают в качестве субститутов собственных денежных потоков фирм и смягчают возможные негативные шоки, связанные с этими потоками.

В странах с эмбриональным уровнем развития финансового рынка доступ промышленных фирм к внешнему финансированию в любом случае существенно затруднён. Поэтому шоки, связанные с денежными потоками, характеризуются затухающей амплитудой: увеличение операционного денежного потока означает лишь небольшой рост инвестиций, сокращение – также небольшое уменьшение капиталовложений.

Таким образом, именно страны с промежуточным состоянием финансового рынка отличаются наибольшими значениями финансового акселератора, для них типичны длительные периоды кредитной экспансии, однако сохраняющиеся институциональные слабости их финансовых рынков зачастую оборачиваются реверсом позитивных изменений и превращению того, что казалось преимуществом, в слабость.

Второй вывод, к которому приходят Ф. Агийон, Ф. Бачетта и А. Банерджи, сводится к тому, что открытие стран со средним уровнем развития финансового рынка для доступа иностранного капитала оказывает дестабилизирующее действие на их экономики. Опыт финансовых кризисов 90-х годов указывает на то, что в таких случаях проявляется моральный риск: в этих странах обычно присутствует непоколебимая уверенность в том, что приток иностранных инвестиций долго не иссякнет. При этом по мере увеличения масштабов притока у иностранных инвесторов, как правило, развивается гиперчувствительность к состоянию основных макроэкономических показателей этих стран (fundamentals). В результате, даже небольшое их ухудшение (например, сокращение положительного сальдо капитального счёта платёжного баланса) может спровоцировать панику и привести к столь же быстрому и значительному оттоку капитала из страны, каким до этого был его приток. Обычно такое развитие событий в дальнейшем приводит к девальвации национальной валюты и банковскому кризису. При этом дефолты банков следуют за ослаблением национальной валюты, поскольку это ведёт к реальному росту их задолженности в иностранной валюте. Таким образом, здесь кредитный риск банков переплетается с валютным риском, а качество такого института, как пруденциальный банковский надзор в странах, характеризующихся средним уровнем развития финансового рынка, как правило, недостаточно, чтобы заблаговременно выявить назревание кризисных явлений. В теории такая схема развёртывания кризиса получила название “синдрома чрезмерных заимствований” (over-borrowing syndrome), или гипотезы Мак-Киннона – Пилла.³

Подобный кризисный сценарий наблюдался в ходе мексиканского кризиса 1994 года и в 1997-1998 гг. в странах Юго-Восточной Азии. Не потерял он актуальности и сейчас. Перегрев кредитного рынка, базирующийся главным образом на иностранных ресурсах, наблюдается в странах Центральной и Восточной Европы.

Сейчас кредитную “посадку” переживают страны Балтии, Болгария и Румыния, довольно тревожная ситуация наблюдается и в банковском секторе Украины. Она сопровождается гипертрофированно высокими показателями дефицита счёта текущих операций платёжного баланса (например, в Латвии по итогам 2007 года дефицит составил 22,9% ВВП, а в Болгарии – 21,4%).⁴ Пока возникшие дефициты текущего счёта удаётся полностью или частично финансировать за счёт притока капитала. Однако “балансирование на лезвии ножа” для стран со средним уровнем развития финансового рынка всегда чревато потерей равновесия.

В этом смысле показателен пример Казахстана, в короткие сроки построившего более “глубокую” банковскую систему, чем в России (доля активов банковского сектора достигала 91% ВВП (на начало июля 2007 года) против 60% в РФ на начало 2008 года), но поплатившегося за слабую диверсификацию ресурсной базы (на начало июля 2007 года 52,3% совокупных пассивов банковской системы Казахстана приходилось на иностранные пассивы, а внешний долг банковского сектора составлял 46,9% ВВП).⁵ Финансовый рынок в Казахстане с началом глобального кризиса ликвидности в полной мере проявил себя как трансмиссионный механизм нестабильности: наиболее пострадавшим сегментом кредитного рынка стало ипотечное фондирование, которое практически на 100% осуществлялось из-за рубежа. Значительные потери понёс и рынок недвижимости: цены на жильё и коммерческую недвижимость снизились на 30-50% почти во всех регионах.⁶ Чувствительный урон был нанесён и макроэкономической стабильности в стране, что

³ McKinnon R., Pill H. Credible Economic Liberalizations and Overborrowing // American Economic Review, 1997, №87(2). – P. 189-203.

⁴ Журавлёв С. Метод Бернанке может не сработать // Эксперт, 2008, № 19 (608). – с. 64.

⁵ Кудрин А. Макроэкономические проблемы российской экономики // Экономическая политика, 2008, № 1. – с. 15.

⁶ См. подробнее, например, Столбов М. По ком звонит колокол // Обозрение российской экономики за февраль 2008 года. Центр развития. (www.dcenter.ru).

нашло выражение в падении курса национальной валюты и сокращении более чем на четверть золотовалютных резервов (с августа по декабрь 2007 года они уменьшились на 7 млрд. долл.).

Поэтому трудно не согласиться с заключением Ф. Агийона, Ф. Бачетты и А. Банерджи об объективности и закономерности роли финансового рынка как “проводника” нестабильности в странах, сочетающих высокий уровень открытости иностранному капиталу и средний уровень развития этого рынка. В известной степени это можно отнести к “болезням роста”, и здесь государству важно не переусердствовать в подавлении нестабильности, имеющей подобный генезис, и аккуратно подбирать стабилизационные меры. В частности, такой традиционный рецепт, как смягчение денежно-кредитной политики, т.е. проведение политики низких процентных ставок, может не дать желаемого результата, поскольку падение уровня процентных ставок ведёт к ослаблению курса национальной валюты и значительному повышению долговой нагрузки на экономику, если рост последней главным образом опирался на зарубежные источники финансирования.⁷

Также вполне оправдан вывод о том, что структура привлекаемого иностранного капитала может являться как катализатором, так и ингибитором распространения нестабильности. По возможности странам со средним уровнем развития финансового рынка следует ориентироваться на привлечение прямых иностранных инвестиций. Портфельные инвестиции, напротив, ослабляют их устойчивость перед финансовым кризисом. Данные рекомендации корреспондируют и с мнениями ряда ведущих специалистов в области международной экономики: так, Нобелевский лауреат Джозеф Стиглиц допустил возможность временных ограничений на приток капитала в страну, а Пол Кругман – даже ограничений на его отток, хотя вроде бы уже в течение длительного времени подобные меры рассматривались как малоэффективные.⁸

Исходя из модели Агийона-Бачетты-Банерджи, финансовый рынок – возможный источник нестабильности в открытой экономике. При этом использование его потенциала для роста экономики и предотвращения глубоких спадов предполагает решение двуединой задачи – развитие и либерализацию, обеспечивающих переход финансового рынка из промежуточного состояния в состояние, присущее развитым странам, и необходимый уровень регулирования и контроля, которые призваны сохранять у участников рынка правильные стимулы, предотвращать проявления морального риска.

Россия, вероятно, может быть классифицирована как страна со средним уровнем финансового рынка: хотя по ряду показателей финансовой глубины (например, доли капитализации рынка акций в ВВП) она тяготеет к группе развитых стран, качество институтов, обеспечивающих функционирование финансового рынка (правовая и судебная система), слабость ряда элементов инфраструктуры этого рынка (депозитарной системы, налогообложения торговли производными инструментами) в значительной степени нивелируют эти достижения. Соответственно, велик риск того, что основным передаточным механизмом конъюнктурного спада, который рано или поздно случится в отечественной экономике, будет именно финансовая система. К настоящему времени банковская система и рынок ценных бумаг в совокупности играют весьма заметную роль в финансировании развития промышленных компаний. Тем не менее, значительный удельный вес в ресурсах финансового рынка занимают иностранные средства. И хотя в настоящий момент зависимость отечественного финансового рынка от них пока не

⁷ Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. Financial Development and the Instability of Open Economy // NBER Working Paper № 10246, January 2004. – P. 32.

⁸ Kaminski G., Schmukler S. Short-Run Pain, Long-Run Gain: the Effects of Financial Liberalization. // IMF Working Paper № 34/03, February 2003. – P. 4.

критичная (за исключением, отдельных сегментов – рынка ипотеки и рынка акций), она сохраняет тенденцию к росту даже в условиях глобальной финансовой нестабильности.⁹

При этом высокая чувствительность иностранных инвесторов к изменению ситуации в России (не только экономического, но и политического характера) за прошедшие годы не уменьшилась. Так, за неделю военного конфликта в Южной Осетии отток капитала, по некоторым оценкам составил порядка 10 млрд. долл., совпавший с самым масштабным сокращением величины золотовалютных резервов, начиная с 2006 года. (на 16,4 млрд. долл.). Сочетание нескольких неблагоприятных условий таким образом может значительно увеличить вероятность кризиса, который будет передаваться через финансовый рынок. Это заставляет более пристально изучить опыт тех стран, где в настоящее время отмечаются кризисные явления и выработать рецепты их предотвращения в российских условиях.

⁹ После паузы сентября-ноября 2007 года и оттока капитала в первом квартале 2008 года, показатели внешней задолженности нефинансового сектора вновь начали расти, также возобновился рост иностранных пассивов российских банков. Так, доля иностранных пассивов российского банковского сектора оценивалась на 01.07.2008 года в 18% от совокупных пассивов.