

## **Взаимодействие финансового и реального секторов экономики в посткризисном мире**

Сергеева И.Г.

igsergeeva@gmail.com

Санкт-Петербургский государственный университет  
низкотемпературных и пищевых технологий

*Финансовый кризис показывает, что необходимо лучше представлять сложное взаимодействие между финансовой системой и реальной экономикой. Хотя основной целью изменений в государственном регулировании является стабильность, не менее важное значение в посткризисном мире имеют темпы роста и равновесие.*

Ключевые слова: финансовый сектор, реальный сектор, финансиализация

### **Financial-real sector interactions in the post crisis world**

Sergeeva I.G. igsergeeva@gmail.com

Saint-Petersburg state university of refrigeration and food engineering

*The financial crisis has demonstrated the need to better understand the complex interactions between the financial system and the real economy. While stability has become the main focus of the regulatory changes, the implications for growth and equity are also important in the post crisis world.*

Keywords: financial sector, real sector, financialisation

Как свидетельствует практика экономического развития большинства стран, существует сильная корреляционная зависимость между уровнем развития финансового сектора и темпами роста экономики. Экономический рост приводит к увеличению спроса на финансовые услуги и стимулирует развитие финансового сектора. В то же время более развитая сфера финансовых услуг позволяет эффективнее распределять ресурсы, тем самым содействуя дальнейшему экономическому развитию страны.

В предкризисный период для мировой экономики были характерны стабильные темпы роста, высокая ликвидность активов и низкий уровень инфляции при сохранении высокого уровня доходности в финансовом секторе. В то же время наблюдалось все возрастающее несоответствие между финансовым и реальным секторами экономики. Данное несоответствие объяснялось существовавшим в докризисный период интересом к возможностям финансового сектора по обеспечению высоких темпов роста в реальном секторе экономики за счет бурного развития финансового

инжиниринга, то есть использования новых финансовых инструментов с различными сочетаниями риска и доходности для реализации инвестиционных стратегий. При этом не учитывалось, что основным источником экономического развития страны является рост реального сектора экономики, а главная задача финансового сектора состоит в привлечении и перераспределении ресурсов для обеспечения стабильности и долгосрочности этого роста.

Особенно ярко несоответствие между данными сегментами экономики проявилось в странах с развитой рыночной инфраструктурой. Так, в США за последние 50 лет доля обрабатывающей промышленности в ВВП сократилась более чем вдвое (с 25% до 12%), при этом доля финансового сектора удвоилась (с 3,7% до 8,4%). За тот же период времени доля доходов в обрабатывающей промышленности США сократилась более чем на две трети (с 49% до 15%), а доля доходов финансового сектора в общей сумме доходов удвоилась (с 17% до 35%) [с. 2, 1]. Таким образом, о существенном разрыве между реальным и финансовым секторами экономики свидетельствует высокая доля финансового сектора в общей сумме доходов при относительно низкой доле финансового сектора в ВВП.

Дисбаланс между финансовым сектором и промышленным производством наблюдается и в странах со структурно трансформирующейся экономикой, к которым относят страны БРИКС. В этих государствах спрос на финансовые ресурсы растет более быстрыми темпами, чем ВВП, по следующим причинам:

- в большинстве из этих стран наблюдается рост промышленного производства, требующий значительных финансовых ресурсов;
- необходимость осуществления значительных инфраструктурных проектов порождает растущий спрос на необходимые для их реализации финансовые ресурсы;
- вовлечение миллионов домохозяйств с низким и средним уровнями доходов в финансовые операции порождает дополнительный рост спроса на финансовые, в том числе кредитные, ресурсы.

Аналогичные процессы наблюдаются и в экономике России. На современном этапе развития российской экономики ведущую роль в мобилизации ресурсов, формировании рациональных пропорций, в обеспечении конкурентных условий и выявлении конкурентных преимуществ играют процессы формирования фондового рынка. Очевидно, что он имеет много недостатков, является полем различных финансовых спекуляций и махинаций, наносящих вред экономике, очень сильно подвержен субъективным влияниям, в т.ч. политического характера. Но без фондового рынка невозможно нормальное функционирование рыночной экономики.

В 2007-08 гг. в мировой экономике наблюдались две тенденции. Биржевые показатели стран, обладающих мощной сырьевой базой, быстро росли или, в крайнем случае, оказывались волатильными. Таким образом, они реагировали на рост цен на большинство сырьевых товаров в мировой экономике. Вторая тенденция проявлялась в том, что в развитых странах Запада

после начала ипотечного кризиса в США, а затем и общего финансового кризиса происходило почти непрерывное падение биржевых показателей.

В России, являющейся одним из ведущих поставщиков сырья на мировые рынки, биржевые показатели должны были бы расти, как и в других странах с мощной сырьевой индустрией. Но практика показала, что индексы фондовых бирж России падают под влиянием любых более или менее существенных негативных событий в экономике стран с развитой рыночной инфраструктурой. Причем в России снижаются цены не только на акции финансовых организаций, но и на ценные бумаги сырьевых компаний. Практически несокращающийся сырьевой перекос российской экономики, все большее отставание ее наукоемких отраслей, неразвитость законодательной базы, скромные объемы ВВП – таков далеко не полный перечень главных причин слабости современного фондового рынка страны.

Опыт посткризисного функционирования мировой экономики свидетельствует, что финансовые рынки не являются саморегулируемыми, характеризуются высоким уровнем неопределенности и требуют новых инструментов регулирования и контроля со стороны государства.

Следует признать, что финансовая стабильность страны зависит не только от взаимосвязей между финансовыми институтами, корпорациями и домохозяйствами, но и от роли государства в экономике. Государство обязано заранее создавать специальные амортизаторы для поддержания финансовой системы. В противном случае государство может стать источником финансовой нестабильности, так как падение его кредитного рейтинга негативно воздействует на всех участников рынка. Поэтому основным условием финансовой стабильности является поддержание статуса государства как безрискового заемщика при сохранении высокого уровня его платежеспособности.

Исследуем механизмы взаимодействия между финансовой системой, с одной стороны, и корпоративным сектором и домохозяйствами, с другой стороны, в фазе экономического роста финансового цикла. Со стороны заемщика рост спроса и доходов, повышение цены активов ведет к снижению для него стоимости финансирования. Рост стоимости активов облегчает доступ заемщиков к банковским кредитам, которые становятся доступны, как по объемам, так и по цене. Таким образом, компании, используя внутренние и внешние источники финансирования, начинают активно инвестировать в недвижимость и другие элементы основного капитала, создавать материально-производственные запасы. Тем временем, растут расходы домохозяйств на приобретение недвижимости и товаров длительного пользования.

С точки зрения кредитора рост спроса и доходов, как и высокая стоимость активов, ведут к сокращению стоимости финансирования. Выдавая кредиты под растущие в цене активы, банки повышают стоимость своего капитала. В то же время чрезмерное участие банков в операциях на фондовых рынках делает их более чувствительными к возможному спаду деловой активности и сокращению цен активов. Следовательно, потери кредиторов в связи с банкротством заемщиков являются одним из главных источников

ослабления банковской системы. Обесценивание имущества заемщика оказывает отрицательное влияние на состояние банковского баланса. В свою очередь, если банковский сектор оказывает отрицательное влияние на добросовестных заемщиков (корпорации и домохозяйства), это отражается на состоянии всей экономики страны. В данной ситуации для предотвращения дальнейшего распространения кризисных явлений государство будет вынуждено поддерживать банковскую систему путем предоставления банкам дополнительных финансовых ресурсов. При этом возникает опасность взаимного обмена рисками между государством и финансовым сектором.

Различают два важнейших канала передачи рисков от финансовых структур государству.

Во-первых, в период финансового подъема состояние различных необеспеченных доходами статей бюджета временно улучшается, что позволяет сократить налоговую нагрузку и увеличить долгосрочные государственные расходы. Когда фаза подъема завершается, связанные с финансовой активностью доходные статьи бюджета резко сокращаются, при этом обнаруживается скрытый бюджетный дефицит. Затраты на помощь находящимся в кризисном состоянии финансовым институтам ложатся тяжким бременем на государственный бюджет. Следовательно, государство обязано заранее предусмотреть объем необходимых финансовых ресурсов для предотвращения возникновения такой ситуации.

Во-вторых, в случае ухудшения состояния балансов банков и других финансовых институтов, недостаточности их капиталов и снижении ликвидности резко сокращается предложение кредитов и прочих финансовых ресурсов. В данной ситуации до восстановления балансового состояния финансовых институтов будут происходить серьезные деформации в распределении финансовых ресурсов, что приведет к дальнейшему ослаблению экономической активности и росту бюджетного дефицита.

В свою очередь возможна передача рисков от государства финансовым институтам, в частности тем из них, которые являются держателями государственных долговых обязательств. Отрицательное воздействие падения кредитоспособности государства на финансовый сектор проявляется следующим образом:

- снижение суверенного рейтинга государства ведет к росту рисков неплатежеспособности, удорожает выпуск облигационных займов банков, сокращает возможности банков по привлечению средств на рынках репо и производных финансовых инструментов в связи с уменьшением стоимости государственных долговых обязательств, используемых в качестве обеспечения по займам;
- потенциальные или действительные гарантии, предоставленные государствами банкам и их заемщикам, обесцениваются, что отрицательно отражается на кредитных рейтингах данных финансовых институтов;
- потеря государством суверенного рейтинга кредитоспособности может привести к потере спроса на кредитные ресурсы и оказать отрицательное

влияние на качество долговых обязательств частного сектора в краткосрочном периоде.

На практике в большинстве стран банки предпочитают приобретать отечественные государственные долговые обязательства, причем доля государственных долговых обязательств в капитале банков выше в странах со значительным рынком таких обязательств. Например, в странах ЕС в среднем 85% внутренних суверенных долговых обязательств принадлежит банкам.

Превращение суверенных государственных облигаций из безрисковых в инструменты, обладающие кредитным риском, имеет серьезные последствия, так как это неизбежно ведет к подрыву финансовой системы страны, резкому сокращению доли долгового финансирования в капитале банков, наносит ущерб реальному сектору экономики и рынку труда. Кроме того, во время кризиса на рынке государственных долговых обязательств происходит значительный отток денежных средств в экономики других государств, что приводит к усилению кредитной цикличности на внутренних рынках этих стран. Поэтому для скорейшего предотвращения данных негативных явлений государство обязано вернуть своим долговым обязательствам статус безрисковых инструментов путем осуществления соответствующих структурных бюджетных реформ.

Текущая государственная политика в отношении финансового сектора предполагает, что глобальные финансовые рынки способны обеспечить эффективность и стабильность в странах с развитой и трансформирующейся экономикой при условии надлежащего их регулирования на национальном уровне. Для этого необходимо согласовывать национальное законодательство путем установления минимальных стандартных правил регулирования для всех государств и координации деятельности национальных государственных регуляторов по вопросам международных операций и деятельности системообразующих финансовых институтов. Финансовый сектор и его регулирование должны учитываться при формировании рыночной инфраструктуры и осуществлении макроэкономической политики государства, в том числе по привлечению дополнительного финансирования [с.9-10, 2].

Исходя из глобальных перспектив развития мировой экономики, следует выделить следующие проблемы, связанные с взаимосвязью между регулированием и экономическим ростом:

- существует ли возможность достичь сочетания между темпами экономического роста и сохранением стабильности в финансовом секторе и экономике в целом;
- возможно ли определение оптимального размера или структуры для финансового сектора;
- регулирование позволяет точно планировать темпы роста при сохранении экономической стабильности, либо регулирование, нацеленное на сохранение экономической стабильности, обеспечивает необходимое, но недостаточное условие для достижения экономического роста.

Затрагивая проблему взаимосвязи между темпами роста и состоянием экономики, следует отметить, что наблюдавшийся в предкризисные годы

чрезмерный рост в финансовом секторе становился основным источником нестабильности и тормозил рост в реальном секторе экономики. Тем не менее, противоречия между темпами роста, равновесием и стабильностью проявляются только в краткосрочном периоде. Основной целью регулирования финансового сектора является достижение стабильности, чтобы в долгосрочном плане обеспечить соответствующие темпы роста и равновесие экономики в целом.

Оценивая оптимальный размер финансового сектора, следует отметить, что за последние 50 лет доля финансового сектора в совокупных доходах более чем удвоилась. Для установления оптимальных размеров финансового сектора необходимо остановиться на определении такой новой категории, как финансиализация [с. 31, 3]. Процесс финансиализации описывает такую экономическую систему, в которой любой произведенный товар или услуга превращаются в разного вида финансовые инструменты, что приводит к доминированию финансовых рынков над традиционной промышленной экономикой. Следовательно, процесс финансиализации помимо самого финансового сектора затрагивает товарные рынки, домохозяйства, корпоративный и государственный сектор.

Избыточная финансиализация характеризуется следующими дополнительными аспектами, которые являются особенно важными для экономического анализа и политики.

Во-первых, благодаря отмене государственного регулирования товарных рынков и облегчению доступа к избыточной ликвидности начался процесс значительной финансиализации товарных рынков, что привело к росту нестабильности этих рынков. При традиционном экономическом анализе цена товара определялась под воздействием закона спроса и предложения. В случае избыточной финансиализации товары превращаются в разновидность активов, поэтому их цена зависит не только от спроса и предложения на товар в реальном секторе экономики, но и от спроса и предложения на товар как финансовый актив. Устойчивый разрыв между ценами товаров на наличном рынке и ценами финансовых инструментов, производных от данных товаров, явно свидетельствует о процессе финансиализации товарных рынков. Предпринимаемые в рамках государственной политики мероприятия, вызванные избыточной финансиализацией товарных рынков, должны выйти за пределы обычного регулирования финансового сектора.

Во-вторых, наблюдается значительная финансиализация бюджетов домохозяйств, особенно в экономически развитых странах. Изменения в спросе на жилье или транспортные средства в большей степени определяются условиями кредитования, а не предположениями об эластичности спроса по цене и доходу. Даже ожидаемые денежные потоки, включая средства индивидуального социального обеспечения, зависят от рыночной стоимости пенсионных фондов и других финансовых институтов. Не только текущее потребление, но и будущие потоки доходов от сбережений зависят от конъюнктуры финансовых рынков.

В-третьих, процесс финансиализации охватил корпоративный сектор. Корпорации подвергаются влиянию финансовых рынков, не только осуществляя деятельность по производству и реализации своей продукции, но и проводя финансовые операции. Многие корпорации получают доходы от финансовых операций, часто совершенно не связанных с их основной предпринимательской деятельностью и характеризующихся значительными рисками. Данные финансовые операции необязательно подвергаются государственным законодательным ограничениям, особенно это касается международных операций. Международные финансовые операции, например со свопами, часто находятся за пределами государственного регулирования финансового сектора, поэтому их воздействие на эффективность макроэкономической политики трудно предвидеть.

В-четвертых, в экономически развитых странах происходит избыточная финансиализация самого финансового сектора. Многоуровневая структура большинства финансовых операций, сложность инновационных финансовых инструментов часто оказывают деформирующее влияние на рыночную ситуацию, приводят к нарушениям законодательных требований о прозрачности сделок и достаточности собственного капитала, что неизбежно повышает риски финансовых операций в целом.

Показателями высокой степени финансиализации финансового сектора являются:

- рост доли финансового сектора в ВВП;
- темпы роста доходов финансовых институтов по сравнению с доходами всех участвующих в предпринимательской деятельности корпораций;
- уровень вознаграждений руководителей в финансовом секторе по сравнению с другими сферами предпринимательства;
- доля теневого банковского сектора и сделок с производными финансовыми инструментами в деятельности финансового сектора в целом.

Показатели избыточной финансиализации важно сопоставлять с индикаторами экономического роста и стабильности в странах с развитой и трансформирующейся экономикой с целью определения оптимального уровня финансиализации для каждого государства. Глобальная финансовая стабильность зависит от наличия трех ключевых элементов рыночной инфраструктуры: резервной валюты, центрального банка и нескольких крупных информационно-рейтинговых агентств. Исследуя процесс функционирования современной экономики в посткризисный период, следует отметить, что международные финансовые организации не могут решить, определить ли им единую доминирующую резервную валюту, множество резервных валют или установить свободно плавающие валютные курсы. Большинство международных рейтинговых агентств дискредитировали себя в период кризиса, предлагая недобросовестные рейтинговые оценки и прогнозы. Кроме того, на мировом рынке отсутствует государство, центральный банк которого мог бы претендовать на место глобального надежного кредитора.

## Список литературы

1. Duvvuri Subbarao. Financial regulation for growth, equity and stability in the post-crisis world. - First CAFRAL-BIS international conference on «Financial sector regulation for growth, equity and stability in the post-crisis world». Mumbai, 15 November, 2011. - BIS Papers No 62, January 2012. - P. 1-8.
2. Сергеева И.Г. Влияние глобального кризиса на предпринимательскую деятельность финансовых посредников на развивающихся рынках. Электрон. науч. журнал «Экономика и экологический менеджмент»/ГОУ ВПО «СПб государственный ун-т низкотемпературных и пищевых технологий».- Электрон. Журнал.- СПб.: СПбГУНиПТ, 2011. - №1.- март 2011. – <http://www.open-mechanics.com/journals>
3. YV Reddy. Financial sector regulation and macroeconomic policy. - First CAFRAL-BIS international conference on «Financial sector regulation for growth, equity and stability in the post-crisis world». Mumbai, 15 November, 2011. - BIS Papers No 62, January 2012. - P. 29-37.