

336.4
С 28

Д/интер-

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

**РОСТОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ (РИНХ)**

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ИНСТИТУТ



80 лет

**СЕГМЕНТАЦИЯ
ФИНАНСОВОГО РЫНКА
И РОССИЙСКИЕ
ЭКОНОМИЧЕСКИЕ РЕАЛИИ**

**ПОД РЕДАКЦИЕЙ ПРОФЕССОРА
В.Ю. НАЛИВАЙСКОГО**

**Ростов-на-Дону
2010**

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«РОСТОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ (РИНХ)»

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ИНСТИТУТ

СЕГМЕНТАЦИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И РОССИЙСКИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ РЕАЛИИ

МОНОГРАФИЯ

Под редакцией профессора В.Ю. Наливайского

Библиотека ГОУ ВПО «Ростовского
государственного экономического
университета (РИНХ)»
г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, 69

Ростов-на-Дону
2010

Библиотека ФГБОУ ВПО
«РГЭУ (РИНХ)»
Кабинет научного работника
г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, 69

Б/н - 53
Требов. 10/11

УДК 336.76
С 28

336.76

С 28 Сегментация финансового рынка и российские экономические реалии : моногр. / под ред. В.Ю. Наливайского ; Рост. гос. эконом. ун-т (РИНХ). – Ростов н/Д, 2010. – 200 с.

ISBN 978-5-7972-1618-6

В монографии выявлены основные тенденции развития сегментов российского финансового рынка во взаимосвязи с реальным сектором экономики. Исследование финансового рынка осуществлялось на основе комплексного анализа взглядов российских и зарубежных ученых-экономистов неоклассической, кейнсианской и институциональных школ. Для подтверждения теоретических выводов активно использовался математический и эконометрический инструментарий.

Работа может быть полезна магистрантам, аспирантам, а также теоретикам и практикам, занимающимся проблемами развития российского финансового рынка.

Над монографией работал коллектив авторов:

Наливайский Валерий Юрьевич – доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель Высшей школы РФ, заведующий кафедрой «Финансово-экономический инжиниринг»

Иванченко Игорь Сергеевич – доктор экономических наук, доцент кафедры «Финансово-экономический инжиниринг»

Лахно Юлия Викторовна – кандидат экономических наук, старший научный сотрудник НИИ РГЭУ (РИНХ)

Маслов Александр – аспирант РГЭУ (РИНХ) кафедры «Финансово-экономический инжиниринг»

Алешин Леонид Николаевич – студент РГЭУ (РИНХ)

Попова Юлия Юрьевна – студентка РГЭУ (РИНХ)

УДК 336.76

Рецензенты:

д.э.н., проф. Анесянц С.А.,

д.э.н., проф. Вовченко Н.Г.

Утверждено в качестве монографии редакционно-издательским советом РГЭУ (РИНХ)

ISBN 978-5-7972-1618-6

© Ростовский государственный экономический университет (РИНХ), 2010

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	4
Глава 1. Денежное обращение как основа механизма взаимодействия финансового и реального секторов экономики	5
§ 1.1. Структурирование финансового рынка и общенаучные подходы к его исследованию	5
§ 1.2. Теория взаимодействия денежного рынка и реального сектора экономики	16
§ 1.3. Анализ степени монетарного воздействия на основные составляющие ВВП	24
§ 1.4. Влияние денежной массы на реальный сектор экономики	40
Глава 2. Некоторые аспекты взаимодействия ссудного и валютного рынков	54
§ 2.1. Тестирование качественного состояния российского ссудного рынка	54
§ 2.2. Исследование влияния рефинансирования на ставки банковских кредитов	69
§ 2.3. Управление структурой золотовалютных резервов	87
§ 2.4. Оценка воздействия золотовалютных резервов на динамику денежной массы	101
Список использованных источников	103
Глава 3. Развитие сегментов российского рынка ценных бумаг в условиях неопределенности	111
§ 3.1. Динамика российского фондового рынка под влиянием мировых финансовых и товарных рынков	111
§ 3.2. Анализ рынка акций российских компаний различной отраслевой принадлежности в условиях неопределенности	121
§ 3.3. Развитие рынков драгоценных металлов и акций добывающих корпораций	127
§ 3.4. Особенности развития государственного и корпоративного сегментов российского долгового рынка	137
§ 3.5. Тенденции и перспективы развития рынков производных финансовых инструментов в России	151
Список использованных источников	173
Заключение	178
Приложения	180

ВВЕДЕНИЕ

Современный финансовый рынок представляет собой чрезвычайно сложную экономическую систему, активно трансформирующуюся в пространстве и во времени и состоящую из комплекса взаимосвязанных сегментов. Проявлением уровня развития этой системы является усиление ее влияния на динамику всего хозяйственного комплекса отдельных стран, в том числе и России. В условиях неослабевающей неопределенности экономического развития национальной экономики представляется важным исследовать возможные каналы взаимодействия ее финансового и реального секторов, а также проанализировать динамику отдельных сегментов российского финансового рынка в их взаимосвязи и взаимозависимости.

Поскольку действенность функционирования финансового рынка и проводимой денежной политики определяется их способностью влиять на экономические условия, при которых инвесторы стремятся инвестировать в реальный капитал. В монографии проведен всесторонний анализ нескольких каналов трансмиссионного механизма с целью поиска передаточного механизма монетарных импульсов реальному сектору экономики.

Авторами исследовано влияние уровня ставки рефинансирования на величины банковских процентных ставок по предоставляемым организациям кредитам, а также определены оптимальная структура золотовалютных резервов и произведена оценка их влияния на динамику денежной массы.

Отдельная глава монографии посвящена анализу динамики российского рынка ценных бумаг, индикаторы развития которого после резкого падения в 2008г., продемонстрировали значительный рост по сравнению с динамикой реального производства в стране. Авторы выявили количественные и качественные изменения, произошедшие на рынках акций, облигаций и производных финансовых инструментов.

Особое внимание уделено исследованию динамики рынка золота, в связи с возросшей роль последнего как объекта сбережений в условиях неопределенности на мировых финансовых рынках. В работе исследована взаимосвязь цены базисного актива – золота с динамикой акций добывающих компаний.

Представленная монография является основой для проведения последующих исследований влияния отдельных сегментов финансового рынка на экономический рост.

В работе над монографией принимал участие коллектив авторов под научным руководством д.э.н. В.Ю. Наливайского. Первая и вторая главы монографии написаны д.э.н. И.С.Иванченко, аспирантом А.И. Масловым, студентом Л.Н. Алешиным. Над третьей главой работали д.э.н. В.Ю. Наливайский, к.э.н. Ю.В. Лахно, студентка Ю.Ю. Попова.

Глава 1. ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ КАК ОСНОВА МЕХАНИЗМА ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ФИНАНСОВОГО И РЕАЛЬНОГО СЕКТОРОВ ЭКОНОМИКИ

§ 1.1. СТРУКТУРИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ОБЩЕНАУЧНЫЕ ПОДХОДЫ К ЕГО ИССЛЕДОВАНИЮ

Экономика является древнейшей на Земле научной отраслью знаний. Еще в IV веке до н.э. Ксенофонт написал произведение под названием «Домострой» (по древнегречески "Οἰκονομικός"), переведенное Цицероном на латынь как *Oeconomicus*. На протяжении последних нескольких столетий центральным объектом исследования в экономике выступает финансовый рынок. Однако до сих пор, как это не покажется странным, не существует четкого и признанного всеми экономистами определения финансового рынка и его структуры. Так, например, в «Экономической энциклопедии»¹ под редакцией Л.И. Абалкина вообще отсутствует определение такого понятия как финансовый рынок. В другом энциклопедическом издании, в «Большом экономическом словаре»² под редакцией А.Н. Азрилияна приведено следующее определение финансового рынка: «Финансовый рынок – рынок кратко-, средне- и долгосрочных кредитов, инвестиций, ценных бумаг, вкладов, срочных сделок и т.п. Финансовый рынок включает рынок капитала (средне- и долгосрочные кредиты, ценные бумаги) и денежный рынок (краткосрочные кредиты, ценные бумаги и т.п.)».

В работе Л.Н. Красавиной «Финансовый рынок как фактор инновационного развития экономики: системный подход»³ справедливо отмечается, что в нашей стране закрепилось узкое понимание финансового рынка как рынка ценных бумаг. По мнению автора этой статьи, целесообразна широкая трактовка финансового рынка, включая все его основные сегменты – фондовый, кредитный, валютный, страховой. «Это вытекает из его определения (с функциональной точки зрения) как сферы рыночных отношений, обеспечивающих аккумуляцию и межотраслевое перераспределение денежных капиталов в целях непрерывности и рентабельности воспроизводства. Движение финансовых потоков и сделки с денежным капиталом осуществляются не только через фондовый, но и через другие взаимосвязанные его сегменты – кредитный, валютный, страховой рынки. Финансовые потоки, в отличие от товарных, различаются единством формы – они представляют собой движение денежного капитала, непосредственно или в виде его представителей (титулов) – финансовых инструментов – базовых и производных, которые бурно развиваются на мировых рынках и в России»⁴.

Однако приведенная Л.Н. Красавиной структура финансового рынка с фондовым, кредитным, валютным и страховым сегментами не подкреплена никаким теоретическим обоснованием. Если, например, кредит выдан в долларах

¹ Экономическая энциклопедия / Инст. эконом. РАН; гл. ред. Л.И. Абалкин. – М.: «Экономика». 1999. – 1055 с.

² Большой экономический словарь/Под ред. А.Н. Азрилияна. – М.: «Институт новой экономики». 2008. – 1472 с.

³ Банковское дело. 2008. № 8. – с. 12-18.

⁴ Там же.

США, к какому сегменту финансового рынка относится эта операция, к ссудному или валютному? Таким же недостатком грешит и классификация финансового рынка, приведенная в учебнике под редакцией В.В. Ковалева⁵. В этой работе финансовый рынок подразделяется на денежный рынок, рынок капиталов, валютный рынок и рынок золота.

Специфика российского финансового рынка состоит в том, что его деятельность в большей степени регулируется государством, чем рыночными методами. А его рыночное саморегулирование находится в стадии формирования. *Саморегулирование и внутренний контроль* профессиональных участников финансового рынка постепенно развиваются, но в целом отражают низкий уровень корпоративного управления в России. Другой отличительной особенностью российского фондового рынка в первом десятилетии XXI века стало его опережающее развитие по сравнению с реальным сектором экономики. Так, в нижеприведенной работе⁶ отмечается, что за период времени с 2001 года по 2007 год кредитный портфель российских банков возрос более чем в 13 раз, капитализация рынка акций – в 27 раз, рыночный портфель корпоративных облигаций – в 32 раза, а валовой внутренний продукт в текущих ценах за тот же период увеличился лишь в 4.5 раза.

В учебнике «Экономическая теория»⁷ под редакцией А.Г. Грязновой приводится определение финансового рынка и дается краткая его структура. Еще более укрупненная структура финансового рынка приведена в учебнике «Финансы»⁸ под редакцией В.М. Родионовой и в книге Л.Л. Игониной «Инвестиции»⁹. Так, например, в зависимости от формы организации движения сбережений в инвестиции выделяют два сегмента финансового рынка: рынок ссудного капитала, где трансформация денежных средств осуществляется кредитно-финансовыми институтами, и рынок ценных бумаг, где движение денежных средств от инвесторов к заемщикам осуществляется путем выпуска и продажи ценных бумаг. Следовательно, при анализе свойств инвестиционных потоков удобно использовать данную структуру финансового рынка, учитывающую источники формирования инвестиций для предприятий, а при оценке воздействия финансового рынка на объемы промышленного производства необходимо, на наш взгляд, принимать во внимание цели, на которые привлекаются денежные средства предприятиями: пополнение оборотных средств или накопление основного капитала. Тогда укрупненную структуру финансового рынка можно представить в виде денежного рынка и рынка капиталов. Обе эти составляющие финансового рынка были востребованы на различных этапах проводимого исследования.

Однако описанная здесь структура финансового рынка является слишком уж укрупненной, трудно применимой при проведении конкретных экономических ис-

⁵ Финансы. Учебник / Под ред. Проф. В.В.Ковалева. – М.: ПБОЮЛ М.А.Захаров. 2001. – 640 с.

⁶ Егоров А.В., Меркурьев И.Л., Чекмарева Е.Н. Российский финансовый рынок в 2008 г.: перелом тенденций / Банковское дело. 2009. № 3. – с. 41-47.

⁷ Экономическая теория: Учебник. / Под ред. А.Г. Грязновой. М.: «Экзамен». 2003. – 592 с.

⁸ Финансы / Учебник под редакцией профессора В.М. Родионовой. – М.: «Финансы и статистика». 1993. – 400 с.

⁹ Игониная Л.Л. Инвестиции. М.: «Экономист». 2003. – 476 с.

следований. Поэтому воспользуемся более детализированной структурой, приведенной, например, в работе В.А. Слепова и А.В. Гусакова¹⁰. Согласно их классификации, финансовый рынок состоит из следующих сегментов: денежного, кредитного, валютного, фондового и страхового рынков. Главный принцип, который лежит в основе такой классификации – сохранение целостности финансового рынка. Поэтому структуру финансового рынка следует рассматривать как целое, обладающее свойствами, функциями и чертами, характерными для его составных частей. Как отмечается в нижеприведенной работе¹¹, только взаимодействие сегментов финансового рынка позволяет рассматривать его как совокупную целостную структуру, следовательно, анализ финансового рынка необходимо осуществлять через изучение взаимодействия составляющих его сегментов. Это взаимодействие будет устойчивым только тогда, когда все сегменты финансового рынка станут информационно эффективными. Эффективное функционирование финансовых рынков требует наличия инфраструктуры, обеспечивающей предоставление всех необходимых информационных услуг, структуры, гарантирующей выполнение сделок в условиях конкурентной среды¹².

Влияние финансового рынка на динамику и объемы валового внутреннего продукта оценивается в проводимой научно-исследовательской работе следующим образом. Известно, что деятельность Центрального и коммерческих банков в значительной степени формирует объемы денежной массы. В процессе анализа было выяснено, что на объемы российского денежного предложения существенное воздействие оказывает также сфера материального производства. Основные взаимосвязи между структурными элементами финансового рынка и реальным сектором производства изображены стрелками на рисунке 1.1.

На первом этапе исследования анализируется состояние основных сегментов финансового рынка таких, как ссудного, валютного, рынка ценных бумаг, рассматривается спрос и предложение денежной массы, степень ее сбалансированности с динамикой товарной массы. Объемы денежной массы влияют на значения банковских процентных ставок, а также частично на инфляцию и валютные курсы. Другими словами, из экономической теории известно, что объем денежной массы способен оказать влияние на ВВП через ряд последовательных звеньев: $M2 \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow ВВП$, где r – норма процента, I – валовые объемы инвестиций (основной канал денежно-кредитной трансмиссии). Следовательно, при исследовании воздействия финансового рынка на реальный сектор экономики необходимо проанализировать денежные потоки и инвестиции в основной капитал российских предприятий.

¹⁰ Слепов В.А., Гусаков А.В. Методологические аспекты исследования финансового рынка / Финансы и кредит. 2008. № 28. – с. 54-62.

¹¹ Адамбекова А.А. Взаимодействие как основа повышения эффективности финансового рынка / Деньги и кредит. 2008. № 5. – с. 58-61.

¹² Давыдов А.Ю. Проблемы развития российского финансового рынка / Бизнес и банки. 2007. № 36.

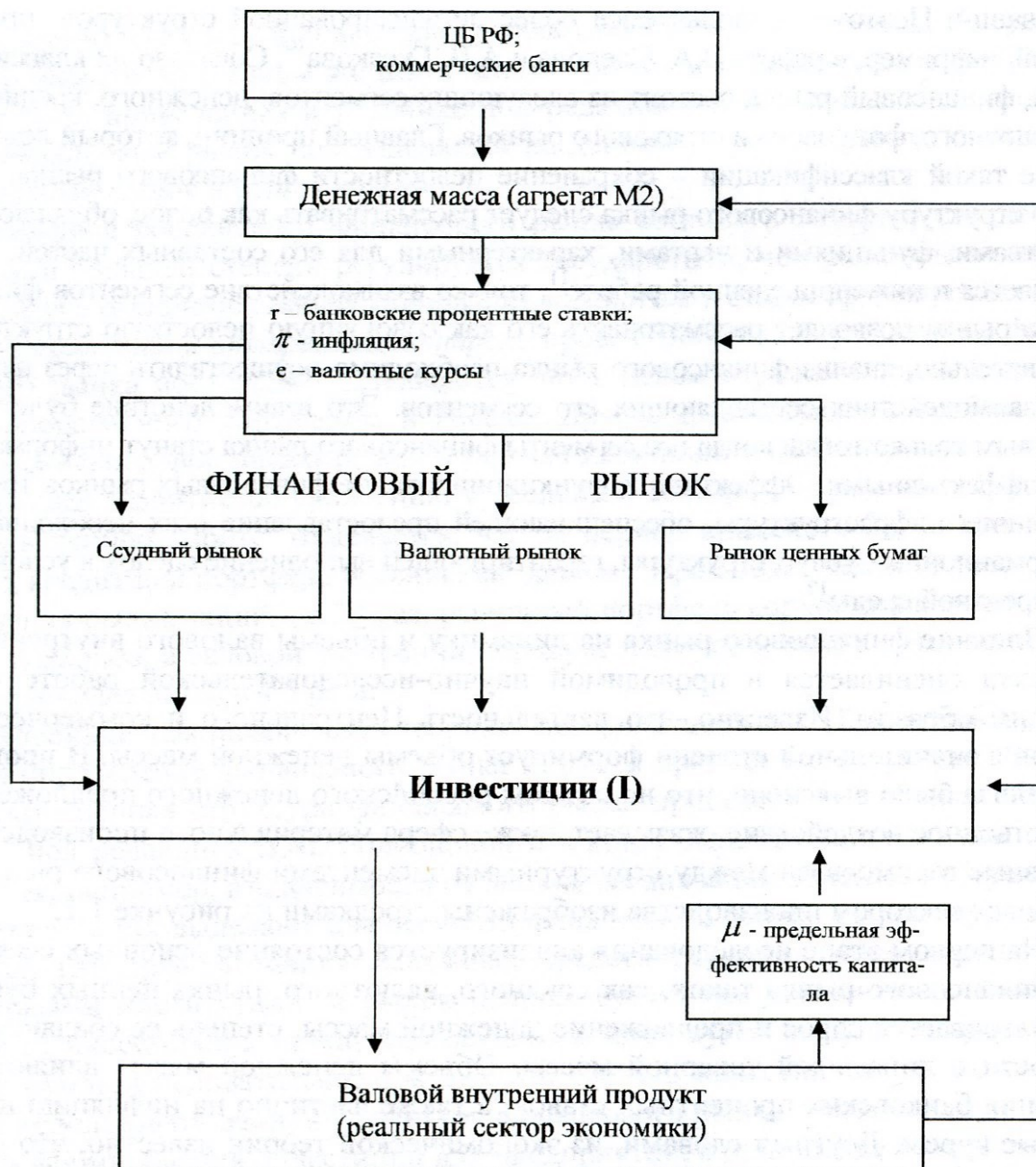


Рис. 1.1. Блок-схема воздействия финансового рынка страны на объем валового внутреннего продукта

На инфляцию и валютные курсы, кроме денежной массы, оказывает воздействие и промышленное производство. Данный блок проблем анализируется во втором разделе работы. Кроме того, рентабельность производства оказывает существенное влияние на склонность предпринимателей и государства к инвестированию. В этом заключается обратная связь между реальным сектором экономики и финансовым рынком. Как отмечается в статье О.С. Сухарева¹³, ес-

¹³ Сухарев О.С. Принципы взаимодействия финансовой и технической систем экономики / Бизнес и банки. 2009. № 31.

ли процент в стране существенно превышает рентабельность реальных секторов, то при таких условиях эффективное развитие экономики невозможно.

Итак, нами был выявлен перечень факторов (переменных) финансового рынка, из первоначально отобранных для анализа, оказывающих самое непосредственное влияние на реальный сектор экономики. Завершая обсуждение структуры предстоящего исследования, изображенной на рисунке 1.1, необходимо несколько слов сказать о выборе для анализа финансовых инструментов, относящихся к ссудному рынку и рынку ценных бумаг. В исследовании предполагается рассмотреть влияние динамики краткосрочного и долгосрочного кредитования на объемы промышленного производства, будет проанализировано текущее состояние и перспективы привлечения предприятиями денежных средств путем выпуска ценных бумаг. Из ценных бумаг, относящихся к рынку долговых ценных бумаг, проанализировать необходимо, на наш взгляд, только те, которые наиболее часто используются российскими промышленными предприятиями в их повседневной практике, например, акции, облигации, векселя.

При анализе денежного рынка особое внимание необходимо обратить на такие макроэкономические переменные, как: денежная масса (агрегат M2), скорость ее обращения, коэффициент денежной мультипликации, банковские процентные ставки, объемы выданных предприятиям краткосрочных и долгосрочных кредитов и др., так как именно эти переменные в первую очередь реагируют на изменение величины спроса на денежную массу. Учитывая постоянно возрастающее влияние на национальное хозяйство международных потоков капитала, сказывающееся в увеличении объемов валютных операций, производимых отечественными предприятиями, и воздействие колебаний валютных курсов на динамику экспортно-импортных операций, было бы недопустимо проигнорировать в нашем исследовании пульсации валютного рынка.

При анализе рынка капитала в первую очередь необходимо определить свойства самого потока инвестиций, направленного на обновление основных фондов промышленности, а также оценить те финансовые инструменты, которые формируют этот поток. На состояние всей конъюнктуры финансового рынка и на динамику промышленного производства оказывает влияние такое сложное экономическое явление, как инфляция, которое зарождается одновременно и в недрах промышленного производства, и в каналах денежного обращения. Анализ проблемы многолетнего инфляционного роста цен в нашей стране будет посвящены дополнительные исследования, которые планируются начать в следующем году.

После выяснения понятия структуры финансового рынка вся логика дальнейшей работы выстраивается в русле описанной методики ее проведения. На первом этапе исследуется фактическое состояние российского финансового рынка, анализируются колебания его важнейших переменных, имитируется их динамика. Затем оценивается влияние финансового рынка на динамику производства в реальном секторе экономики.

Можно выбрать различные методики исследования финансового рынка, но все они должны учитывать, что финансовый рынок представляет собой чрезвычай-

чайно сложную, быстро изменяющуюся в пространстве и во времени экономическую систему. Финансовый рынок – это экономические отношения, складывающиеся между его участниками по поводу аккумуляции и перераспределения временно свободных денежных средств в стране на платной и, зачастую, возвратной основе. Успешное изучение финансового рынка, этого огромного комплекса взаимосвязанных институтов, инструментов и экономических агентов, возможно только лишь на междисциплинарной основе с использованием не только методов экономической теории, но и таких наук, как математика, эконометрика, психология, физика, биология. Однако сразу возникает вопрос, насколько широко следует применять в исследовании финансового рынка аналитический аппарат других наук, например, математики? Экономисты до сих пор не пришли к однозначному ответу на этот вопрос, несмотря на то, что с течением времени научные публикации в экономических журналах за рубежом и в России начинают содержать все большее количество математических моделей и расчетов.

За последние сто лет математика заняла важное место в экономической теории, но особенно ее роль возросла в последние годы. Основоположителем применения математического анализа в экономике был Л. Вальрас, который утверждал, что только с помощью математики можно понять сущность экономических явлений. Видный английский экономист А. Маршалл, который по образованию был математиком, все аргументации в научных текстах приводил исключительно в вербальной форме, вынося математические расчеты в сноски и приложения. Дж. Кейнс по образованию также был математиком, но он ограниченно использовал математические методы в экономической теории. Основой методологии исследования у Кейнса было положение о том, что качественный (логический) анализ должен предшествовать количественному, т.е. математическому¹⁴.

Относительно недавно возникла на стыке экономики и физики, а сейчас бурно развивается новое научное направление – эконофизика. Ученые-экономисты вот уже на протяжении ста пятидесяти лет применяют методы и подходы естественных наук в экономике и получают неожиданные интересные результаты. Как известно, физика – наука точная, экономика относится к социальным наукам, и их взаимопроникновение, казалось бы, невозможно. Однако, Дж. Россер, профессор Университета Джеймса Медисона (США), в статье «Настоящее и будущее эконофизики»¹⁵ утверждает, что эти две науки «имеют больше общего, чем кажется на первый взгляд». Точность физики часто довольно условна: некоторые теоретические построения в квантовой механике невозможно протестировать экспериментально. В то же время многие положения экономической теории успешно проверяются на реальных данных эконометрическими методами.

Физика имеет широчайшую область исследования от микромира до Вселенной, и внутри этой пространственной цепочки лежат все остальные науки, в том числе и экономика. Кроме того, методология экономических исследований

¹⁴ Доу Ш. Математика в экономической теории: исторический и методологический анализ / Вопросы экономики. 2006. № 7. – с. 53-72.

¹⁵ Россер Дж. Настоящее и будущее эконофизики / Вопросы экономики. 2009. № 11. – с. 76-81.

подобна методологии естественных наук в том смысле, что экономика идет от изучения мотивации поведения отдельного экономического субъекта к исследованию поведения больших социальных групп и производственных объектов.

Значительным вкладом эконофизики в экономическую науку является успешное применение в изучении финансовых рынков распределения Леви-Парето, которое лучше зарекомендовало себя на практике, чем более простое распределение Гаусса. Наиболее ярким примером взаимодействия физики и экономики можно считать тот факт, что П.Самуэльсон написал свой знаменитый труд «Основы экономического анализа» будучи студентом факультета физики Чикагского университета. Кроме того, именно в рамках эконофизики было впервые применена в экономике при оценке рыночных цен акций теория случайных процессов, разработанная в 1900 г. французским математиком Луи Бакелье. И только лишь затем, в 1905 году, этими исследованиями экономистов заинтересовались физики, в частности, А.Эйнштейн на основе теории случайных процессов начал исследовать броуновское движение. Ч.Дарвин при разработке теории естественного отбора многое взял из теории перенаселения Т.Мальтуса, который был экономистом. Следовательно, проникновение методов исследования физики и экономики является взаимным.

Возникает естественный вопрос: чем отличаются эконофизические и эконометрические способы анализа финансового рынка? Можно сказать, что эконофизика – это «особая часть эконометрики, использующая нестандартные модельные идеи, в той или иной степени заимствованные из теоретической физики, построенная вне рамок доминирующей в эконометрике неоклассической парадигмы»¹⁶. Эконофизика занимается преимущественно тестированием слабой формы гипотезы эффективного рынка, а также выявлением более сложных свойств временного ряда, например, при помощи фрактального анализа. Доктор ф.м.н. А. Леонидов в упомянутой здесь работе описал новую методику тестирования финансового рынка на предмет его эффективности и пришел к выводу о том, что рынок учитывает информацию не мгновенно, но достаточно быстро, с экспоненциальной скоростью.

В настоящее время эконофизика влилась в экономический мейнстрим (основное течение), стала передовой частью неортодоксальной экономики. Состав мейнстрима непостоянен, он меняется со временем, включая в себя новые исследовательские подходы и избавляясь от устаревших. Так, например, в результате энергетического кризиса капиталистической экономики 1970-х годов из мейнстрима выпало на некоторое время кейнсианство. В целом же принадлежность к мейнстриму условна: в него входят те направления, которые преподаются в ведущих университетах, представители которых широко публикуют свои труды в ведущих журналах, награждаются Нобелевскими премиями. В настоящее время ядром мейнстрима является неоклассическая теория – исследовательский подход, опирающийся на предположение о рациональном по-

¹⁶ Леонидов А. Путь к экономическому равновесию и эффективность финансовых рынков: взгляд физика / Вопросы экономики. 2009. № 11. – с. 82-89.

ведении человека и равновесном состоянии экономики¹⁷. В 1980-е годы мейнстрим включил в себя новый институционализм – исследование институциональных проблем с помощью неоклассического инструментария. Ряд представителей этого направления – Р. Коуз, Д. Норт, Р. Фогель – получили Нобелевские премии.

О важном значении эконофизики для экономической науки свидетельствует факт создания в США в 80-х годах по инициативе нобелевского лауреата в области экономики К. Эрроу и физика Ф.Андерсона Института Санта-Фе. Институт в Санта-Фе – особое и, можно сказать, уникальное научное учреждение в западном мире. Тематика института междисциплинарна и охватывает широкий круг проблем: от физики и химии до биологии, социологии, экономики и истории. В Санта-Фе физики стали изучать экономику, и такие лидеры данного направления, как Б. Артур, создали, например, модель формирования фондового рынка. На компьютерах моделируется взаимодействие участников рынка, закономерности и его функционирования. Цель создания института – объединить науки точные, естественные и гуманитарные, воспитать поколение ученых, способных к интеграции наук. Иными словами, цель института – возродить в науке эпоху Ренессанса, когда ученые были учеными и не разделялись по узким профессиям. Для дальнейшего прорыва в области накопления экономических знаний необходимо связать интуицию экономистов и методологию физиков.

Итак, наиважнейшей проблемой в методологическом плане при изучении финансового рынка является выбор инструментария исследования. Как уже было сказано, мы будем использовать наиболее современные и эффективные методы анализа не только из экономической теории, но и из других областей знаний, так как именно на стыке наук можно получить наиболее интересные результаты. Второй методологической проблемой является сегментация финансового рынка, от которой зависит успешное решение других методологических задач: исследование взаимовлияния этих сегментов, а также выявление макроэкономических переменных финансового рынка, оказывающих воздействие на реальный сектор экономики и способствующих его росту. Перечень этих макроэкономических переменных будет зависеть не только от выбранной нами сегментации финансового рынка, но и от тех экономических доктрин, на которые мы обопремся при изучении рынка. Как будет показано ниже, мы постараемся использовать все основные господствующие в настоящее время экономические теории: неоклассику, кейнсианство и институционализм.

Следующей методологической проблемой при изучении финансового рынка является то, что финансовый рынок является наиболее волатильным элементом современной рыночной экономики. С одной стороны он оказывает на реальный сектор экономики сильнейшее воздействие в процессе перераспределения финансовых ресурсов, а с другой – сам испытывает на себе изменения в тенденциях, складывающихся в реальном секторе. Кроме того, при изучении финансового рынка не следует забывать его экономическую сущность, которая состоит в соиз-

¹⁷ Автономов В.С. Методологические проблемы современной экономической науки / ВЕСТНИК РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК, 2006, том 76, № 3, с. 203-208.

мерении ценности финансовых активов и обеспечении их купли-продажи. Роль финансового рынка заключается в осуществлении масштабных процессов перераспределения создаваемой в хозяйственной системе добавленной стоимости¹⁸. Многообразие используемых инструментов является характерной чертой процессов перераспределения добавленной стоимости. Поэтому изучение финансового рынка должно основываться на учете их особенностей.

Как отмечает В.Е. Маневич, другой ключевой проблемой при анализе финансового рынка является раскрытие механизма, связывающего финансовые переменные с реальными инвестициями и агрегированным спросом в экономике¹⁹. Эффективность функционирования финансового рынка и проводимой денежной политики зависит от их способности влиять на экономические условия, при которых инвесторы готовы увеличивать реальный капитал. Воздействие финансового рынка на экономику зависит не только от того, какой объем сбережений трансформируется в инвестиции посредством рынка, но и от того, в каком направлении и в какой степени рыночная оценка капитала отклоняется от его реальной восстановительной стоимости.

Колебания объемов денежной массы в стране воздействуют на реальный сектор экономики, а, следовательно, искусное управление этими колебаниями поможет направить денежные потоки с финансового рынка в производство и смягчить негативные последствия экономического спада²⁰. В работе С.Р.Моисеева, посвященной теоретической классификации существующих трансмиссионных каналов и описанию результатов их практического исследования²¹, приводится структура трех базовых трансмиссионных каналов:

- 1) канала процентной ставки;
- 2) канала кредитования;
- 3) канала благосостояния.

Канал кредитования в свою очередь подразделяется на пять составных частей: банковского кредитования; кассовой наличности; балансового счета; непредвиденного изменения цен; ликвидности домохозяйств. Канал благосостояния также подразделяется на канал валютного курса; канал, базирующийся на q теории Тобина; канал эффекта богатства²².

Первым из исследованных экономистами трансмиссионных каналов является канал процентных ставок. Структура этого канала исходит из кейнсианской модели воздействия процентных ставок на склонность к инвестированию и на динамику производства²³:

$$M \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \quad (1.1),$$

¹⁸ Слепов В.А., Гусаков А.В. Методологические аспекты исследования финансового рынка / Финансы и кредит. 2008. № 28. – с. 54–62.

¹⁹ Маневич В.Е. Особенности финансового кризиса в России и перспективы российских финансовых рынков / Бизнес и банки. 2008. № 43.

²⁰ Иванченко И.С. Исследование российского трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики / Финансы и кредит. 2006. № 14. – с. 2 – 11.

²¹ Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики / Финансы и кредит. 2002. № 18. – с. 38–51.

²² Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, 7-е издание: пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2006. – 880 с.

²³ Там же.

где символ $M \uparrow$ отражает политику увеличения денежной массы, которая ведет к падению реальных процентных ставок $r \downarrow$, что, в свою очередь, уменьшает издержки заимствования, способствует росту инвестиционных расходов $I \uparrow$ и, следовательно, вызывает рост валового внутреннего продукта Y .

Исследован также второй вариант канала процентных ставок, когда расширение денежной массы $M \uparrow$ ведет к росту ожидаемого уровня цен $P^e \uparrow$ и ожидаемой инфляции $\pi^e \uparrow$, снижая реальную процентную ставку $r \downarrow$ и стимулируя производство:

$$M \uparrow \rightarrow P^e \uparrow \rightarrow \pi^e \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \quad (1.2).$$

Нетрудно заметить, что ключевой переменной в этом передаточном механизме кроме процентной ставки является уровень инфляции.

С каналом процентной ставки достаточно тесно связан кредитный канал. Этот канал показывает взаимосвязь между изменением денежной массы, объемами кредитования реального сектора (L) и объемами производства:

$$M \uparrow \rightarrow L \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \quad (1.3).$$

Существует также канал обменного (валютного) курса, который отражает воздействие денежно-кредитной политики на совокупный спрос и производство через изменение курса национальной валюты, например, по отношению к американскому доллару (e) и через изменение объема чистого экспорта (NX):

$$M \uparrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow \quad (1.4).$$

В настоящее время большой популярностью среди экономистов развитых стран пользуется трансмиссионный канал стоимости активов, построенный на q теории Джеймса Тобина, которая объясняет, как монетарная политика может влиять на экономику через курс акций. Дж.Тобин определил параметр q как рыночную стоимость фирм, разделенную на восстановительную стоимость капитала. При высоком q рыночная стоимость фирм значительно превосходит восстановительную стоимость капитала, что стимулирует новые инвестиционные расходы²⁴:

$$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \quad (1.5),$$

где P_s – рыночные цены акций. Можно было бы привести структуры еще нескольких каналов, но все они в той или иной мере являются частными случаями приведенных выше трансмиссий.

Итак, проанализируем представленные здесь цепочки основных трансмиссионных каналов, выявим общие элементы, кратко обсудим имеющиеся различия. Классические трансмиссии начинаются с изменения объемов денежной массы, которые воздействуют на объемы реального производства. Предпоследним звеном почти во всех цепочках является объем инвестиций в реальный сектор экономики. Среди важнейших передаточных звеньев в первом канале можно выделить банковские процентные ставки (r), во втором, кроме уже названной – инфляцию (π), в третьем – объем кредитования (L), в четвертом – валютный курс (e), в пятом – рыночные цены акций (P_s). То есть изменяющиеся объемы денежной массы непосредственно влияют на величину этих переменных.

²⁴ Mishkin F.S. «The Transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy» / <http://www.nber.org/papers/w8617>.

Необходимо отметить, что для механизма трансмиссии наиболее важными, т.е. базисными, из перечисленных являются банковские процентные ставки, инфляция и валютный курс. Из теории фондового рынка известно, что рост уровня банковских ставок r приводит к падению рыночных цен акций, а снижение банковских процентных ставок вызывает увеличение их рыночных цен²⁵:

$$P_s = \frac{d}{r} * 100\% \quad (1.6),$$

где d – сумма выплачиваемого дивиденда, приходящаяся на одну акцию. Следовательно, рыночные цены акций (P_s) являются зависимыми переменными от банковских процентных ставок. То же самое можно утверждать и относительно объемов кредитования. Поэтому для дальнейшего экономического анализа выберем банковские процентные ставки (r), инфляцию (π) и валютный курс (e). Эти переменные можно использовать в качестве осей декартовой трехмерной системы координат, определяющей характеристики экономического пространства, в котором движется денежная масса (рис. 1.2).

При желании размерность этого пространства можно увеличить, например, до пятимерного, добавив к этому списку переменных объем кредитования (L) и рыночные цены акций (P_s). Поэтому, чтобы не усложнять расчеты и не повышать размерность пространства, в котором разворачивается взаимодействие между финансовым сектором и реальным производством, ограничимся тремя базовыми переменными: банковскими процентными ставками по выдаваемым кредитам, инфляцией и валютным курсом.

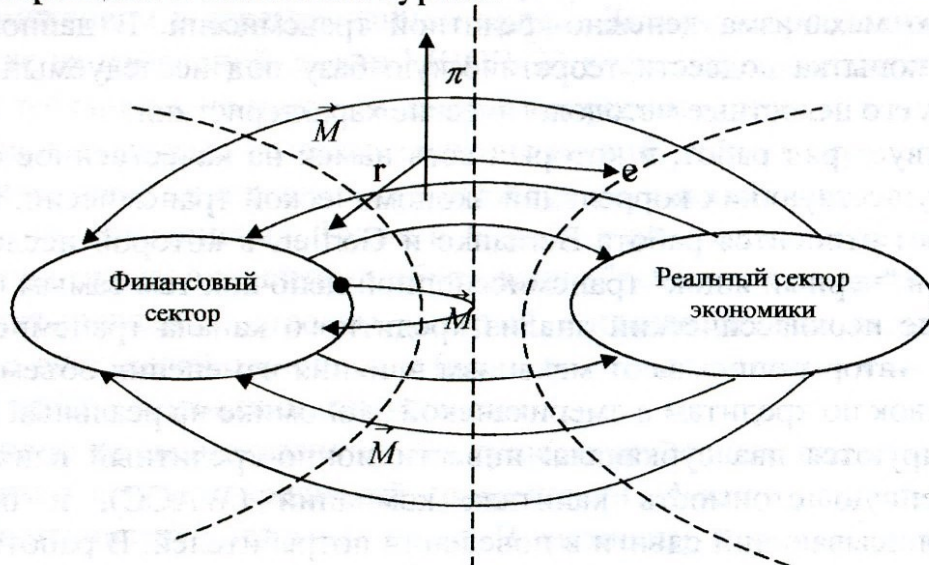


Рис. 1.2. Схематичное изображение экономического пространства, в котором происходит взаимодействие финансового и реального секторов экономики

Кроме того, эти выбранные переменные, входящие в различные структуры трансмиссионных каналов, не только испытывают на себе влияние динамики денежной массы, но и сами в свою очередь, как было сказано выше, влияют на объем денежной массы. Важное свойство денежных потоков состоит в том, что

²⁵ Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг: Учебник. М.: Финансы и статистика. 2004. – 415 с.

оно, подобно гравитационному полю, определяет геометрию пространственно-временных координат для денежной массы. Перемещающаяся денежная масса воздействует на координатные оси (банковские процентные ставки, валютный курс, инфляцию), изменяя их значения, что в свою очередь приводит к изменению объема самой денежной массы и объема инвестиций в реальный сектор экономики. Этот процесс в графическом виде изображен на рисунке 1.2, символом $\vec{M}$ обозначены денежные потоки.

§ 1.2. ТЕОРИЯ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики получил достаточно широкое признание во многих странах и научных сообществах. Однако большинство исследований, сосредоточенных на изучении данного феномена, являются математиками и статистиками, имеющими исключительно практическую цель в определении количественных параметров функций отклика реального сектора экономики на монетарные импульсы. В целом, исследователи больше заняты описанием собранных данных и построенных эконометрических моделей, чем качественным обоснованием применяемой методики. Именно отмеченная практическая направленность исследований явилась причиной образования своеобразной "теоретической каши", касающейся функционирования как отдельных каналов, так и единого механизма денежно-кредитной трансмиссии. В данной разделе предпринята попытка подвести теоретическую базу под исследуемый объект и сформировать его целостные методологические характеристики.

Существует ряд работ, в которых есть намек на качественное обоснование логики существующих корреляций экономической трансмиссии. В первую очередь, к ним относится работа Bernanke и Gertler, в которой исследователи заглядывают в "черный ящик" трансмиссионной цепочки, тем самым подчеркивая именно не неоклассический анализ кредитного канала трансмиссионного механизма²⁶. Авторы описывают механизм влияния изменения объемов кредитования и ставок по кредитам в американской экономике на реальный ВВП, при этом анализируются два субканала: инвестиционно-кредитный влияющий на средневзвешенную стоимость капитала компаний (WACC), и балансово-кредитный, описывающий сдвиги в поведении потребителей. В работе отсутствует всякое упоминание теоретической парадигмы, на которой базируются те или иные предположения.

В целом, непросто давать теоретическую оценку механизму, который интерпретируется в довольно широких границах и не имеет устоявшейся системы его функционирования. В тех работах, где предпринята попытка представить агрегированную схему функционирования трансмиссионного механизма, наблюдается весомое расхождение. Например, K.N. Kuttner и P.C. Mosser сводят

²⁶ Bernanke B., Gertler M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission // NBER Working paper 5146, 1995: <http://www.nber.org/papers/w5146>.