

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Данилов Ю.А.

**Анализ опережающего развития финансового сектора в
мировой экономике**

Москва 2017

Аннотация. В работе исследуется вопрос опережающего развития финансового сектора. На основе проведенных расчетов делается вывод о приостановке данного процесса после кризиса 2008 года в глобальном масштабе, но при этом показано различное поведение сегментов финансового сектора в различных странах с развитым и развивающимся финансовыми рынками. Показано, что пределы опережающего роста финансового сектора могли стать причинами кризиса 2008 года. Сформулированы рабочие гипотезы относительно связи данного процесса с другими трендами развития мировой экономики. Сформулированы основные угрозы для российской экономики в связи с опережающим развитием финансового сектора.

Данилов Ю.А. ведущий научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2016 год.

Содержание

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1. Теоретические аспекты опережающего развития финансового сектора.....	5
1.1. Уточнение предмета исследования, терминов и определений.....	5
1.2. Связь финансового развития и экономического роста	12
1.3. Обобщения факторов опережающего развития финансового сектора; выделение фундаментальных и спекулятивных факторов	18
Глава 2. Вопросы методики оценки опережающего развития финансового рынка.....	25
2.1. Развитие методики оценки финансового развития и его соотношения с развитием экономики в научной литературе	25
2.2. Методика оценки опережающего развития финансового рынка, применяемая в настоящем исследовании.....	33
Глава 3. Количественный анализ опережающего развития финансового сектора.....	44
3.1. Опережающее развитие финансового сектора в глобальном масштабе	44
3.2. Опережающее развитие финансового сектора в крупнейших развитых странах.....	59
3.3. Опережающее развитие финансового сектора в странах с крупнейшими развивающимися рынками	71
3.4. Опережающее развитие финансового сектора в России.....	83
Заключение.....	89
Список использованных источников	91

Введение

За последние 25 – 30 лет в мировой экономике наблюдается устойчивое опережающее развитие финансового сектора, следствием чего стали как повышение роли финансового сектора в экономическом развитии, так и рост связанных с этим рисков. Данный процесс порождает новые вызовы для России, формируя негативные эффекты, в том числе в виде оттока капитала, высокой турбулентности рынка товаров, являющихся основными элементами экспорта. Актуальность исследования предопределена необходимостью выработки подходов к определению инструментов анализа и прогнозирования финансиализированных товарных рынков, поиска ответов на вызовы.

Описание феномена повышения роли финансового сектора в социально-экономическом развитии началось в исследованиях Всемирного банка в конце 90-х годов, а в докладе Мирового банка «Finance for Growth. Policy Choices in A Volatile World» (апрель 2001 г.) констатируется, что экономический рост стал «более финансовым, чем представлялось ранее». Впоследствии исследованием данного процесса активно занимались специалисты многих международных финансовых организаций, в первую очередь Всемирного банка и Международного валютного фонда. Отдельные факторы опережающего развития финансового сектора в мировой экономике анализировались в докладах ОЭСР и Института международных финансов.

В настоящем исследовании мы попытались дать количественную оценку опережающего развития финансового сектора в глобальной экономике и по ряду стран, в том числе в России.

Глава 1. Теоретические аспекты опережающего развития финансового сектора

1.1. Уточнение предмета исследования, терминов и определений

Опережающее развитие финансового сектора, в общем приближении, предполагает более высокие темпы роста финансового сектора относительно всего народного хозяйства. Конкретизируя определение предмета исследования настоящей работы, следует указать, что мы сосредоточимся, прежде всего, на количественных аспектах более быстрого роста финансового сектора относительно социально-экономической системы в целом. Другими словами, мы сосредоточимся скорее на признаках более быстрого количественного роста, нежели на признаках опережающего качественного развития.

Темпы количественного роста и динамика качественного развития между собой объективно связаны. Опережающий количественный рост финансового сектора предполагает все большее распространение финансовой формы экономических контрактов, появления финансовых отношений в тех сферах, которые раньше могли быть описаны как исключительно производственные или исключительно социальные. В этом плане опережающее развитие финансового сектора означает появление качественных изменений, поэтому в совокупности опережающий количественный рост и ускоренное качественное развитие финансового сектора в совокупности могут быть определены как финансиализация хозяйственной жизни, или, что, на наш взгляд, то же самое, увеличение «финансоемкости» социально – экономических систем.

Именно в таком контексте термин «финансиализация» введен в исследованиях Мирового банка в конце 90-х годов. В докладе Мирового банка «Finance for Growth. Policy Choices in A Volatile World» (апрель 2001 г.) констатируется, что экономический рост стал «более финансоемким, чем представлялось ранее» [1, с. 45-46].

Параллельно с этим возникла также вульгарная трактовка термина «финансиализация», опирающаяся на течение вульгарного марксизма и другие левацкие теории, подразумевающая процесс формирования «пузырей», как формы существования фиктивного (в терминах марксизма-ленинизма, либо вульгарно прямо понимаемого) капитала.

Собственно, сам термин «финансиализация» изначально появился в работах маргинализованного направления экономической мысли, выступающей с жесткой критикой глобализации и либерализма. В работе [2] был сформулирован тезис о том, что современные изменения экономического ландшафта могут быть кратко охарактеризованы как рост неолиберализма, глобализации и финансиализации. Один из авторов этого тезиса впервые предложил и формализованное определение понятия «финансиализация». Понятие финансиализация было введено в широкое использование Джеральдом Эпстейном в 2001 г. В работе [3] он дает следующее определение: «Финансиализация относится к возрастающему влиянию финансовых рынков, финансовых стимулов, финансовых институтов и финансовых элит в функционировании экономики и государственных институтов, как на национальном, так и международном уровне».

Необходимо отметить, что параллельное возникновение двух трактовок финансиализации не случайно. Одни и те же процессы экономической жизни всегда трактуются с разных исследовательских позиций. В данном случае такие позиции могут быть максимально далеки друг от друга, так как одним из естественных черт современной финансовой системы является создание многочисленных возможностей мультипликации эффектов, основанных на принципе финансового рычага.

Далее мы более подробно рассмотрим фундаментальные и спекулятивные факторы, лежащие в основе опережающего развития финансового сектора, и которые в реальной экономической жизни неизбежно дополняют друг друга. Но в качестве начальной точки исследования

необходимо отметить, что абсолютизация данных факторов ведет либо к маргинализации либерально-финансовых теорий, либо к полному отрицанию фундаментальных факторов, лежащих в основе финансового развития, и, таким образом, отрицанию самого финансового сектора, как необходимой части современной экономической системы.

Под финансиализацией принято понимать процесс, при котором финансовые рынки, финансовые институты и финансовая элита приобретают все большее и большее влияние на экономику и экономические результаты. При этом процессе финансиализация преобразует функционирование экономических систем, как на микро, так и на макроуровне.

Финансиализация экономики происходит по трем основным направлениям: 1) изменение в структуре и деятельности финансовых рынков, 2) изменение в поведении нефинансовых организаций, 3) изменение экономической политики.

Принципиальными характеристиками финансиализации являются воздействия на:

1. повышение значимости финансового сектора относительно реального сектора,
2. перераспределение доходов из реального сектора в пользу финансового,
3. рост неравенства в доходах населения и в уровнях заработной платы.

В ряде работ финансиализация рассматривается как «иммунизация» национальной финансовой системы по отношению к внешним шокам, возникающим на глобальных финансовых рынках. Именно в таком контексте отдельные аспекты финансиализации нашли свое отражение в докладах МВФ весной 2014 года (Экономический обзор и Доклад о финансовой стабильности). В частности, в [4, Р. 73 - 91] было показано, что развивающиеся рынки, имеющие более высокие показатели финансовой глубины, в целом имеют более высокую степень устойчивости к глобальным финансовым шокам.

Кроме двух вышеприведенных подходов к финансиализации, необходимо также указать на существование третьего источника понятия «финансиализация», который является не научным, а основанным на практике функционирования финансовых рынков.

В рамках практики функционирования финансовых рынков термин «финансиализация» стал расширением термина «секьюритизация». Под секьюритизацией традиционно понималось три трансформационных процесса: 1) процесс повышения роли различных видов ценных бумаг как формы заимствований по сравнению с банковскими кредитами; 2) трансформация («переупаковка») банковских кредитов и других активов в рыночные ценные бумаги для продажи инвесторам; 3) стирание различий между рынком банковских кредитов и рынком ценных бумаг [5, с. 365]. Процессы секьюритизации начались в начале 1970-х годов, резко интенсифицировались во второй половине 1980-х годов [6, с. 52, 217] и достигли явно избыточного уровня интенсивности в середине 2000-х годов.

На определенном этапе развития финансового сектора процессы секьюритизации вышли за рамки изначально определенных традиционных форм трансформации, т.е. за рамки трансформации в форму ценных бумаг. Кроме собственно секьюритизации банковских кредитов и других активов, в основе которых лежали обязательства или поток платежей, началось создание финансовых контрактов в отношении более широкого класса активов, в том числе товарных активов и активов долевого характера.

Термин «секьюритизация» стал узок для данных процессов, кроме того, на смену процессу повышения роли ценных бумаг на долговом рынке пришел существенно более широкий процесс повышения роли ценных бумаг на всех сегментах финансового рынка, а затем – еще более широкий процесс повышения роли всех форм финансовых активов и обязательств в хозяйственной жизни. Для того, чтобы адекватно описать данный процесс, и появился термин «финансиализация», указывающий, по аналогии с секьюритизацией, на, во-первых, повышение роли финансового сектора

(финансовых инструментов, финансовых организаций и финансовых активов) и финансовых контрактов (финансовых отношений) в социально-экономической жизни, и, во-вторых, на принятие все большего количества контрактов формы финансовых контрактов. Именно такой трактовки термина «финансиализация» мы придерживаемся в рамках настоящей работы.

Опережающее развитие финансового сектора включает в себя также качественные характеристики, отражающие повышение финансовой доступности, повышение эффективности и стабильности финансового сектора. При этом повышение финансовой доступности в ряде случаев трактуется не только как качественная характеристика финансиализации, но и иное количественное измерение опережающего развития финансового сектора. Поэтому сводить количественное опережающее развитие финансового сектора только к повышению финансовой глубины не вполне корректно. Опережающее развитие финансового сектора может проявляться в разных аспектах. Используя термины Global Financial Development Database (GFDD), можно сказать, что опережающее развитие финансового сектора проявляется в:

- увеличении финансовой глубины экономики;
- повышении финансовой доступности.

Другими словами, кроме повышения финансовой глубины, опережающее развитие финансового сектора ведет также к расширению сферы применения финансовых инструментов, продуктов и услуг, т.е. к количественно измеряемому расширению самого финансового сектора в рамках социально-экономической системы в целом.

Необходимо уточнить понятие «финансовое развитие». В целом концепция «финансового развития» сформировалась в тесной связи с понятием экономического развития, при этом основным содержанием понятия «экономическое развитие» традиционно принимался экономический рост. Поэтому мы уделим влиянию финансового развития на экономический

рост особое внимание, выделив описание данного влияния в отдельный пункт – см. пункт 1.2. Но в целом вопрос о влиянии финансового развития на экономику ставится более широко, и влияние финансового развития на экономический рост никогда не было единственным аспектом рассмотрения результатов финансового развития.

Было много споров среди экономистов о роли финансового развития в обеспечении экономического роста и сокращении бедности, но баланс теоретических рассуждений и эмпирических данных свидетельствует о том, что финансовое развитие, понимаемое также как финансиализация в широком смысле, играет центральную роль в социально-экономическом развитии [7, 8]. Экономики с более высоким уровнем финансового развития растут быстрее и быстрее испытывают снижение уровня бедности.

Определение финансового развития как степени, в которой финансовая система помогает преодолевать провалы рынка, однако, является слишком узким и не дает много информации о фактических функциях, выполняемых финансовой системой в экономике [9]. В работах [10], [7], [8], [11] и других развивалось более широкое определение финансового развития, опирающееся на реальную деятельность финансового сектора как части экономической системы.

В рамках более широкого определения развитие финансового сектора может быть описано как повышение качества пяти его ключевых функций: (1) производство и переработка информации о возможных инвестициях и распределение капитала на основе этих оценок; (2) мониторинг лиц и фирм и поддержание должного уровня корпоративного управления после распределения капитала; (3) содействие торговле, диверсификации и управлению рисками; (4) мобилизация и аккумулирование сбережений; и (5) облегчение обмена товарами, услугами и финансовыми инструментами. Финансовые институты и рынки по всему миру заметно отличаются именно в том, насколько хорошо они предоставляют эти ключевые услуги.

Уточняя предмет исследования, необходимо сделать два замечания о сужении сферы исследуемых процессов. Во-первых, необходимо уточнить, что мы будем использовать в основном количественные показатели, характеризующие финансовую глубину. Во-вторых, мы сосредоточимся в основном на тех аспектах опережающего развития финансового сектора, которые проявляются в показателях, характеризующих в основном финансовую глубину экономики. С учетом данного уточнения понятие процесса финансиализации может быть частично заменено на понятие глобального процесса финансового углубления. Такое понятие было предложено Институтом Мак-Кинзи [12, с. 1].

Оценка финансовой глубины принципиально представляет собой соотношение между показателями емкости финансового сектора или финансового рынка и показателем масштаба экономики (обычно в качестве такого показателя используется показатель валового внутреннего продукта). Часто используется методически не вполне корректный показатель, в котором в качестве числителя используется сумма капитализации рынка акций, стоимости в обращении облигаций и величины банковских активов.

В докладе Института Мак-Кинзи показатель финансовой глубины определен корректно, как соотношение стоимости финансовых активов и ВВП, при этом под финансовыми активами понимается сумма капитализации рынка акций, стоимости в обращении облигаций и величины несекьюритизированных займов [12, с. 2, 13 – 14].

Исследователи обратили внимание на важность финансовой структуры, как института, в значительной мере предопределяющего темпы и качество финансового развития. В работе [13, Р. 3] было дано следующее определение понятия «финансовая структура»: финансовая структура – это сочетание финансовых инструментов, рынков и посредников, оперирующих в экономике.

Вопрос корректного и адекватного измерения степени опережающего развития финансового сектора является одним из ключевых вопросов

методики разработки показателей опережающего развития. Поэтому данному вопросу уделяется особое внимание в главе 2. Большинство показателей, используемых в рамках такого измерения, в той или иной степени могут быть отнесены к классу показателей финансовой глубины.

1.2 Связь финансового развития и экономического роста

Левайн и Кинг в работе [14] исследуют вопрос причинно-следственной связи между финансиализацией и ростом. Для этого авторы рассматривают, как уровень финансовой глубины в 1960 году повлиял на экономический рост в последующие тридцать лет, и вводят в модель соответствующую переменную. Эконометрический анализ показал, что коэффициент перед данной переменной является положительным и значимым.

Вопрос о причинно-следственной связи между развитием финансового сектора и развитием экономики стал особенно популярным в середине 2000-х годов. Росс Левайн и Эшли Демиргюч-Кунт установили, что, во-первых, финансовое развитие оказывает положительное воздействие на экономическое развитие в различных его измерениях, и, во-вторых, эта связь является причинно-следственной связью, в которой причина на стороне финансового развития: «Существует положительная причинно-следственная связь между развитием финансового сектора и экономическим развитием: экономики с более развитыми финансовыми системами растут быстрее на долгосрочном горизонте» [15], [16].

Росс Левайн и Эшли Демиргюч-Кунт указали на принципиальное различие между развитием банковского сектора и финансовых рынков, высказав фундаментальную гипотезу: «Финансовые рынки растут быстрее банковской системы и по мере экономического развития финансовый сектор становится все более рыночно-ориентированным (market-based)» [17]. Данная гипотеза оправдывалась на эмпирических данных, по крайней мере, до кризиса 2008 года.

Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес, А. Шляйфер, Р. Вишны показали, что роль фондового рынка в экономике напрямую зависит от степени защиты интересов инвесторов. В их работе 1998 года был исследован уровень защиты интересов инвесторов в 44 странах по двум основным параметрам: рейтинг защиты интересов инвесторов в законодательстве; рейтинг эффективности правоприменения в защите прав акционеров [18]. Проведенные впоследствии сопоставления показали, что чем выше уровень защиты интересов инвесторов, тем выше емкость национального рынка, шире поток инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики, выше устойчивость рынка.

Страны с эффективной системой защиты акционеров имеют емкий фондовый рынок, большое количество компаний в котировальных листах бирж, высокую долю публичных размещений акций (ИПО), в то время как у стран с низким уровнем защиты прав инвесторов такие характеристики фондового рынка значительно хуже [19].

Высокий уровень защиты интересов инвесторов способствует повышению рыночной стоимости корпораций. Чем более защищены права инвесторов, тем более активно они готовы финансировать корпорации [20]. Экономика, основанная на корпоративной форме собственности, поэтому особенно чувствительна к вопросу защиты прав инвесторов.

Российские экономисты Н. Розанова и А. Назаренко, используя модель перекрывающихся поколений, показали, что фондовый рынок, предоставляя возможности для диверсификации портфеля вложений (сбережений), сокращает вариабельность сбережений, потребления и темпов экономического роста [21, С. 67]. Учитывая, что авторы согласны с наличием статистически значимой отрицательной зависимости между волатильностью цикла и темпами экономического роста, это означает, что они считают диверсификацию сбережений, возможность которой обеспечивается фондовым рынком, долгосрочным фактором экономического роста.

В рамках развития гипотезы о положительном влиянии финансового развития на экономический рост с течением времени выкристаллизовался «мэйнстрим», основные характеристики которого описаны выше. Одновременно с формированием «мэйнстрима» начали формироваться ответвления данной теории, уточняющие отдельные наиболее существенные детали. Выше мы уже дали краткое описание уточнения, касающегося особенностей влияния на экономический рост рыночно-ориентированных и банковско-ориентированных рыночных систем, а также особенностей проявления влияния экономического развития на экономическую динамику в развитых и развивающихся странах. Далее мы более детально рассмотрим наиболее значимое, на наш взгляд, уточнение, касающееся нелинейности влияния финансового развития на экономический рост.

Представления о нетривиальности воздействия финансового развития на экономический рост периодически проскальзывали в различных теоретических работах в данной области. Идея о том, что финансовое развитие может быть избыточным в плане его влияния на экономический рост, в экономической литературе обсуждается уже в течение последних 20 лет. При этом упор делается именно на показатели финансовой глубины, т.е. на те показатели, которые мы в настоящей работе используем наиболее активно в целях получения количественной оценки опережающего развития финансового сектора.

Необходимо отметить, что рассуждения о возникновении отрицательного воздействия избыточной финансовой глубины на экономический рост оперируют понятиями эффективности, в первую очередь эффективности инвестиций, направляемых из финансового сектора в реальный сектор экономики.

В качестве цельной парадигмы, частично отменяющей (существенно уточняющей) тезис о безусловно положительном влиянии финансового развития на экономический рост, представления о нелинейном влиянии финансового развития на экономический рост оформились лишь в самое

последнее время. В 2015 году появилось две публикации, подготовленные сотрудниками двух авторитетных международных организаций (МВФ и ОЭСР), учитывающие работы в данной области последних 20 лет, но предлагающих намного более цельное обобщение, чем предлагавшиеся ранее.

Работа сотрудников МВФ 2015 года [22] существенно уточняет, на наш взгляд, природу влияния финансового развития на экономический рост. На наш взгляд, необходимо выделить два принципиально новых аспекта, привнесенных данной работой.

Во-первых, проведенные исследования подтвердили нетривиальную природу взаимосвязи финансового развития и экономического роста. Они показали, что финансовое развитие увеличивает темпы экономического роста, но его влияние на экономический рост ослабляется на более высоких уровнях финансового развития, и в пределе может стать отрицательным. Это соотношение между уровнем финансового развития и экономическим ростом принципиально подтверждает гипотезу эффекта «избыточных финансов» (“too much finance” effect), которая была предложена в работе [23]. Гипотеза утверждает, что на графике зависимости экономического роста от уровня финансового развития существует точка перегиба, за которой дополнительное финансовое углубление (повышение емкости финансовых рынков) будет на самом деле уменьшить экономический рост. Схожие результаты были достигнуты в работе [24], в которой приводятся результаты изучения данных на уровне секторов в 41 странах, и утверждается, что рост объемов финансирования увеличивает экономический рост, но только до определенной точки.

Во-вторых, проведенные в [22] оценки показали, что существует нетривиальное воздействие уровня финансового развития также и на волатильность темпов экономического роста, соответствующее формуле

$$GV = \alpha * FD + \beta * FD^2,$$

где GV – волатильность темпов экономического роста;

FD – индекс финансового развития.

Такая закономерность означает, что при низком уровне финансового развития финансовые рынки либо никак, либо крайне слабо влияют на экономический рост, и тем самым, не оказывают заметного влияния на разброс темпов экономического роста. С увеличением уровня финансового развития растет емкость финансового рынка и его роль в экономике, но он оказывает преимущественно проциклическое воздействие на экономический рост, так как не является в достаточной степени эффективным. Дальнейшее увеличение уровня финансового развития (при превышении индекса финансового развития значения 0,5, которой соответствует минимум на графике зависимости волатильности экономического роста от индекса финансового развития) ведет к повышению устойчивости финансового рынка и к постепенному усилению его стабилизирующего воздействия на темпы экономического роста [22, Рр. 21 – 22, 38 - 41].

Примерно в то же время появился доклад ОЭСР [25], авторы которого рассматривают в качестве показателей финансиализации несколько переменных: рост добавленной стоимости в ВВП, рост кредитования и развитие рынка ценных бумаг, которые, как было установлено, растут во всех обследованных странах в течение последних 40 лет. Результаты эмпирических исследований показывают, что основные выводы справедливы для всех прокси.

Авторы установили, что положительная или отрицательная зависимость роста финансового сектора зависит от уровня его развития – от размера финансиализации.

В отличие от работы [26], в которой авторы (Раджан и Зингалес) показали положительную зависимость финансиализации и роста экономики, исследования ОЭСР утверждают, что среди развитых стран есть значимая отрицательная зависимость роста и финансиализации. Экономисты ОЭСР объясняют это тем, что Раджан и Зингалес использовали данные в основном по развивающимся рынкам, где уровень кредитования не столь высок.

Авторы [27] разделили панель из 72 стран на три региона и показали, что нет статистически значимой связи между финансиализацией и ростом при низком уровне финансовой глубины, есть строгое позитивное соотношение на среднем уровне развития финансового рынка. И существует слабая, но все же положительная и статистически значимая связь, для стран с высоким уровнем финансовой глубины.

В работе экономистов МВФ [28] авторы показывают, что положительный эффект развития финансового сектора на экономический рост имеет определенную границу, перейдя которую дальнейшая финансиализация экономики негативно влияет на ее развитие. По мнению авторов, таким порогом, когда финансового сектора становится «слишком много», является уровень валовых кредитов в 100% от уровня ВВП.

Работа [28] показывает, что в странах с очень большим уровнем финансиализации нет положительной корреляции между глубиной финансового сектора и экономическим ростом. В частности, авторы показывают, что существует положительная и устойчивая связь между финансовой глубиной и экономическим ростом в странах с невысоким и средним уровнем развития финансового сектора. Но авторы показали, что существует «предел», который модель оценивает интервалом 80-100% ВВП, выше которого финансиализация начинает оказывать отрицательное воздействие на экономический рост. Исследование подтверждает существование эффекта «исчезания», когда модели, не учитывающие квадратичную форму зависимости, являются неправильно спецификацией и приводят к ложным результатам. В свою очередь квадратичные модели предоставляют «правдивые» зависимости.

В работе [29] Де Грегорио и Гвидотти свидетельствуют о том, что страны с высоким уровнем дохода, возможно, достигли той точки финансового развития (в терминах финансовой глубины), в которой дальнейшее увеличение финансовой глубины уже не способствует повышению эффективности инвестиций.

Рагхурам Раджан считает, что опережающее развитие финансового сектора может приводить к избыточной сложности финансовой системы, когда расширяющийся финансовый сектор, сдерживаемый относительно медленнее растущим реальным сектором, начинает инвестировать во все более сложные финансовые продукты. В его работе 2005 года было сделано оправдавшееся вскоре предположение о том, что избыточно сложная финансовая система может в конечном итоге перейти в состояние «катастрофического обвала» [30].

Таким образом, в дополнение к утверждению о положительной связи между уровнем финансового развития на экономическим ростом в последние годы экономической наукой было достигнуто существенное уточнение, заключающееся в признании нелинейности данной связи, наличия U-образной формы данной кривой. Практические следствия из данного уточнения означают, что финансовое развитие в определенные промежутки времени может быть избыточным, что в терминах финансовой глубины означает слишком высокие значения показателей финансиализации.

1.3. Обобщения факторов опережающего развития финансового сектора; выделение фундаментальных и спекулятивных факторов

В теоретической литературе вопрос о фундаментальных причинах опережающего развития финансового сектора в большинстве работ не затрагивается. Вместе с тем существует достаточно большое количество исследований, в которых выдвигаются гипотезы относительно факторов данного явления, которое считается вполне очевидным.

Кацарина Свиридзенска в работе [31, р. 25 - 26] увязывает период наиболее ярко выраженного опережающего развития финансового рынка в развитых странах, длившийся с 1992 г. по 2008 г., со следующими процессами:

- с политикой количественного смягчения («Эра Гринспена») в Соединенных Штатах Америки,

- с периодом, когда в Европе значительно расширилась трансграничные банковские операции,

- а также с периодом значительного расширения инвестиционно-банковских услуг и активным внедрением технологий интернет-банкинга.

Пол Свизи в работе [32, р. 3 - 4] указал «три наиболее важных фундаментальных тренда в современной истории капитализма» - 1) всеобщее замедление темпов роста; 2) повсеместное распространение монополистических транснациональных корпораций; 3) «то, что может быть названо финансиализацией процесса накопления капитала», подчеркнув, что эти три тренда «хитро взаимосвязаны». По мере того, как прибыли монополистов разбухают, а возможности выгодного инвестирования снижаются, экономический рост становится зависимым от накопления капитала.

Однако, как представляется, оба подхода (К. Свиридзенска и П.Свизи) апеллируют не столько к поиску фундаментальных причин опережающего развития финансового сектора, а к поиску параллельных процессов, лежащих на поверхности экономической жизни, которые положительно влияли на увеличение темпов роста финансовой глубины в развитых экономиках.

Анализ массива теоретических работ в области влияния финансового развития на экономический рост, использующих сравнение стран и их национальных финансовых рынков и написанных за период 1990 – 2015 гг., позволяет сформулировать две основные группы позиций, с которых авторы пытались объяснить наиболее быстрый рост финансового сектора.

- 1) Тезис о том, что наиболее быстрое развитие финансового сектора происходит в странах с системой права, наилучшим образом защищающей права инвесторов (концепция «право и финансы»).
- 2) Тезис о том, что наиболее быстрое развитие финансового сектора происходит в странах с наиболее либерализованным финансовым регулированием, с наименьшей концентрацией финансовых

ресурсов в руках государства (концепция «политическая система и финансы»).

Тезис о том, что финансовый сектор развивается быстрее в странах с высоким уровнем защиты прав инвесторов, был сформулирован группой американских ученых La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Они показали, что роль фондового рынка в экономике напрямую зависит от степени защиты интересов инвесторов. В их работе 1998 года был исследован уровень защиты интересов инвесторов в 44 странах по двум основным параметрам: рейтинг защиты интересов инвесторов в законодательстве; рейтинг эффективности правоприменения в защите прав акционеров [33, р. 1113 – 1155].

Проведенные впоследствии сопоставления показали, что чем выше уровень защиты интересов инвесторов, тем выше емкость национального рынка, шире поток инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики, выше устойчивость рынка. Страны с эффективной системой защиты акционеров имеют емкий фондовый рынок, большое количество компаний в котируемых листингах бирж, высокую долю публичных размещений акций (IPO), в то время как у стран с низким уровнем защиты прав инвесторов такие характеристики фондового рынка значительно хуже [34].

Высокий уровень защиты интересов инвесторов способствует повышению рыночной стоимости корпораций. Чем более защищены права инвесторов, тем более активно они готовы финансировать корпорации [35, Р. 3, 17]. Экономика, основанная на корпоративной форме собственности, поэтому особенно чувствительна к данному аспекту регулирования фондового рынка. На основании проведенных исследований был сделан ключевой вывод о том, что защита интересов инвесторов является ключевым фактором развития финансовых рынков. [35, Р. 16]. По мнению авторов, наивысший уровень защиты прав инвесторов достигается в странах, правовые системы которых опираются на принципы общего права (Common Law).

Сторонники концепции «политическая система и финансы» считают, что основанная на законодательстве и правоприменении защита инвесторов в этом случае недостаточна, и только адекватность политической структуры может обеспечить защиту интересов инвесторов от действий государства (правительства) [26].

Раджан и Зингалес [36] указали, что такой постоянный во времени фактор, как правовая система, не может объяснить изменения в финансовом развитии, происходящие в течение определенного времени. Более того, приводя пример уровня развития различных стран в 1913 году, они опровергают тезис оппонентов о том, что страны с общим правом характеризуются более высоким уровнем финансового развития [36, Р. 7]. Фактором, предопределяющим изменения уровня финансового развития, они считают политическую систему, которая либо подавляет развитие финансовых рынков, либо стимулирует их развитие, в том числе опережающее по отношению к реальному сектору. Авторы предложили теорию влияния групп интересов на финансовое развитие, которая предполагает, что при наличии политической власти у той или иной группы частных интересов в рамках национальной экономики формируется принципиально разный уровень спроса на институты финансового рынка, что и предопределяет уровень финансового развития [36, Р. 17 - 23]. Противопоставляя либеральную модель капитализма «капитализму связей», авторы фактически указали на водораздел, отделяющий опережающее развитие финансового сектора от его стагнации и подавления.

Формулируя свою концепцию как «политическая система и финансы», и формально указывая лишь на один обобщенный фактор развития финансового сектора, авторы в реальности указывают на целую группу факторов, предопределяющих интенсивность финансового развития:

- открытость экономики (открытость торговли и отсутствие барьеров для капитальных потоков);

- снижение роли государства в экономике (как регулятивного и надзорного вмешательства, так и присутствия в капиталах участников рынков, в том числе финансового рынка);

- демонополизация экономики, не сводящаяся только к ликвидации государственных монополий, но предполагающая, в том числе, ликвидацию или ограничение власти частных монополий, особенно монополий, тесно переплетенных с государством через систему личных связей и уний.

Как можно увидеть из вышеизложенного, Раджан и Зингалес в значительной мере описали те причины, которые лежат в основе разрушения российского финансового рынка после кризиса 2008 – 2009 гг. (с обратной стороны) Более того, в более обширном описании истории периода политического подавления финансовых рынков, начавшегося после кризиса 1929 года (на примере Германии, Италии, Японии и отчасти США), сделанном авторами в работе [37, С. 286 - 309] мы можем увидеть реакцию российской политической элиты на последствия кризиса 2008 – 2009 гг., похожую на ошибочные действия правителей середины XX века, вплоть до стилистики их политической риторики.

Позиция сторонников концепции «политическая система и финансы» разделяется и большинством российских ученых, работающих в области наук о финансах. В частности, о поддержке выводов Раджана и Зингалеса заявлено в работах Б.Б.Рубцова [38, С. 42], аналогичные выводы формулирует Я.М.Миркин [39, С. 176 - 183].

Однако необходимо учитывать, что обе конкурирующие концепции строятся на основе исследования сравнительного развития национальных финансовых систем в разных странах и поэтому не могут ответить на вопрос о том, какие факторы способствуют опережающему развитию финансового рынка в мире в целом. Попытка дать такое объяснение была предпринята в 1967 году в рамках исторического исследования взаимосвязи развития банков и индустриализации в различных странах в XVIII - XIX веках [40]. Было сделано предположение о том, что интенсивной индустриализации

способствовало развитие банковской системы, но, с другой стороны, спрос на развитие банковской системы был сформулирован со стороны реального сектора.

Это означает, что опережающее развитие финансового сектора должно быть характерно для тех периодов истории, в которые в рамках реального сектора возникают повышенные потребности в финансовых ресурсах. Именно такая ситуация была характерна для ранних стадий индустриализации, по-видимому, такая ситуация характерна и для современного нефинансового сектора экономики.

Делаются попытки разделить фундаментальные и спекулятивные факторы, способствующие опережающему развитию финансового сектора. Проблема разделения фундаментальных и спекулятивных факторов опережающего роста финансового сектора, на наш взгляд, непосредственно связана с проблемой идентификации «пузырей» на рынках финансовых активов. Как было показано в работе [41], существует два типа пузырей на рынках активах: связанных и не связанных с кредитованием. Схлопывание пузырей первого типа опаснее для экономики, так как ведет к замедлению кредитования нефинансового сектора, сокращению потребления и инвестиций. Но вместе с тем регулирующим органам легче обнаружить такие пузыри, поскольку их формирование обычно сопровождается смягчением стандартов кредитования, необычно низкими процентными ставками или исключительно высокими темпами роста кредитования [42, С. 148].

В работе [43] Рагхурам Раджан отмечает, что, с одной стороны, финансовое развитие привело к появлению принципиально новых возможностей и создало гораздо больший доступ к финансированию для фирм и домашних хозяйств. Одновременно с этим, однако, мы также видели появление целого ряда посредников, чей размер и аппетит к риску может расширяться в течение бизнес-цикла. Более того, эти посредники могут усиливать реальные колебания, они также сами подвержены некоторой вероятности рисков, при этом их собственное коллективное поведение делает

риски в целом более вероятными. В результате, при определенных условиях, финансовое развитие приводит к появлению в экономиках дополнительных рисков, которые, в случае, если не предпринимать специальных мер, могут стать чрезмерными.

Рагхурам Раджан отмечает, причиной формирования таких дополнительных рисков, связанных со спекулятивными действиями финансовых посредников, выступает необоснованное перераспределение общественного богатства в части дохода на накопленные сбережения в пользу финансового сектора. Такое перераспределение происходит в результате того, что ФРС, проводя политику предельного снижения учетных ставок ради оживления экономики, одновременно осуществляет данный трансферт. Этот трансферт, по его мнению, составляет сотни миллиардов долларов в год [44, С. 215]. Держатели сбережений теряют часть дохода на свои сбережения, который достается сектору финансового посредничества. Большая часть этого трансферта и становится ресурсами для формирования т.н. пузырей в различных сегментах финансового рынка, включая как традиционные финансовые рынки (акций, облигаций), так и рынки секьюритизированных товарных и других активов.

В части формирования пузырей именно мягкая денежная политика является несомненной причиной опережающего роста стоимости финансовых активов. Но, с другой стороны, существуют и объективные факторы для повышения роли финансового сектора в экономическом развитии. И если тенденция повышения роли финансового сектора объективно обусловлена, то она требует соответствующей монетарной политики. Можно предположить, что именно поэтому в течение всего периода, когда наблюдался опережающий рост емкости финансового рынка, денежные власти развитых стран поставляли в экономику количество денег, достаточное для обслуживания процесса ее финансиализации.

В работе [43] Рагхурам Раджан называет три группы факторов, предопределивших изменение «финансового ландшафта»:

- технические изменения привели к сокращению затрат на коммуникации и вычисления а также на стоимость приобретения, обработки и хранения информации;

- дерегулирование сняло искусственные барьеры, препятствующие входу на рынок или конкуренции между продуктами, институтами, рынками и юрисдикциями;

- институциональные изменения создали новые объекты в рамках финансового сектора, такие как частные инвестиционные компании и хедж-фонды, а также новые политические и регулирующие механизмы.

Эти изменения изменили характер типичной сделки в финансовом секторе, приблизив его на «длину вытянутой руки» и обеспечив более широкое участие (вовлечение) экономических агентов в работе финансового рынка. Финансовые рынки расширились и стали глубже.

Глава 2. Вопросы методики оценки опережающего развития финансового рынка

2.1. Развитие методики оценки финансового развития и его соотношения с развитием экономики в научной литературе

Впервые в комплексном виде показатели, которые используются в настоящее время для оценки уровня финансового развития в различных странах мира, проводимой Всемирным банком, были предложены в работе [45, с. 597-605], и затем, в более развернутом виде, в работе [46, с. 18 – 35].

В работе [46] в качестве показателей финансового развития использовались показатели размера рынков и секторов рынка, в той или иной степени совпадающие с показателями финансовой глубины; показатели эффективности финансовых институтов и их групп; структурные показатели рынков и секторов; показатели итогов функционирования финансового сектора в виде ресурсов, поставляемых в реальный сектор экономики.

Для того, чтобы создать логически стройный комплекс показателей, характеризующих различные сегменты финансового сектора, авторы провели классификацию финансовых институтов, деятельность которых они оценивали. Выбранные финансовые институты (финансовые посредники) были сгруппированы в три группы:

- а) центральный банк,
- б) депозитные банки (DMB),
- в) прочие финансовые институты.

Прочие финансовые институты, с вою очередь, подразделялись на следующие подгруппы (категории):

- 1) Банкоподобные институты:
 - 1.1. Принимающие депозиты, но не обеспечивающие обращение депозитов
 - 1.1.1. Сберегательные банки
 - 1.1.2. Кооперативные банки
 - 1.1.3. Ипотечные банки
 - 1.1.4. Строительные общества
 - 1.2. Не принимающие депозиты, обеспечивающие свое финансирование через выпуск частных облигаций, в т.ч. финансовые компании
- 2) Страховые компании
- 3) Частные пенсионные и резервные (provident) фонды
- 4) Объединенные инвестиционные схемы (Pooled investment schemes)
- 5) Банки развития

На основе классификации финансовых институтов была предложена структурированная система показателей оценки уровня финансового развития, в которой данные показатели были сгруппированы следующим образом:

- 1. Размеры и деятельность финансовых посредников
 - 1.1. Показатели размера финансовых посредников

- 1.1.1. Относительные показатели – последовательно по группам финансовых институтов:
 - 1.1.1.1. Активы центрального банка ко всем финансовым активам
 - 1.1.1.2. Активы депозитных банков ко всем финансовым активам
 - 1.1.1.3. Активы прочих финансовых институтов ко всем финансовым активам (все финансовые активы есть сумма финансовых активов трех групп финансовых институтов)
- 1.1.2. Абсолютные показатели
 - 1.1.2.1. Активы центрального банка к ВВП
 - 1.1.2.2. Активы депозитных банков к ВВП
 - 1.1.2.3. Активы прочих финансовых институтов к ВВП
- 1.2. Показатели деятельности финансовых посредников
 - 1.2.1. Частный кредит (кредит частному сектору) депозитных банков к ВВП
 - 1.2.2. Кредит частному сектору депозитных банков и других финансовых институтов к ВВП
- 2. Эффективность и структура рынка коммерческих банков
 - 2.1. Оценки эффективности
 - 2.1.1. Чистая процентная маржа (чистый процентный доход банка в соотношении к сумме всех активов банка)
 - 2.1.2. Накладные расходы (в соотношении с суммой активов)
 - 2.2. Оценки структуры рынка
 - 2.2.1. Концентрация коммерческих банков
 - 2.2.2. Проникновение иностранных банков

- 2.2.3. Соотношение частного и общественного сектора в структуре собственности банков
- 3. Прочие финансовые институты
 - 3.1. Оценки размера и деятельности прочих финансовых институтов
 - 3.1.1. Соотношение активов и ВВП по каждой из 5 категорий прочих финансовых институтов
 - 3.1.2. Финансирование частного сектора к ВВП по каждой из 5 категорий прочих финансовых институтов
 - 3.1.3. По категории страховых компаний два дополнительных показателя:
 - 3.1.3.1. Кредит частному сектору от сектора страхования жизни
 - 3.1.3.2. Проникновение сектора страхования жизни
- 4. Характеристики финансовых рынков
 - 4.1. Показатели размеров, эффективности и деятельности фондовых рынков (рынков акций)
 - 4.2. Показатели размера рынка облигаций
 - 4.3. Показатели размера первичных рынков акций и облигаций

В совокупности данный комплекс показателей получил название «База данных по финансовому развитию и структуре». Вышеприведенный комплекс показателей в дальнейшем был незначительно модернизирован, с добавлением нескольких показателей, характеризующих внутренние структурные пропорции отдельных сегментов финансового рынка, в 2006 году. Общее число показателей достигло 22.

Кардинальная модернизация началась уже после кризиса 2008 – 2009 гг. в целях существенного расширения охвата различных аспектов деятельности финансового сектора и его роли в процессах социально-экономического развития, а также в целях увеличения количества анализируемых стран [47]. База данных по финансовому развитию и

структуре стала основой для существенно более широкого комплекса показателей, в котором были не только добавлено большое количество новых показателей и групп показателей, но была проведена внутренняя реструктуризация базы данных. Новая база данных получила наименование «Глобальная база данных финансового развития» (Global Financial Development Database – GFDD) [48]. Общее количество используемых показателей достигло 111.

В состав показателей был добавлен принципиально новый блок показателей, характеризующих финансовую доступность (access), которая в дальнейшем трактовалась уже как финансовая вовлеченность (financial inclusion) [49].

В работе [47] было обосновано принципиальное изменение структуры базы данных. По мнению авторов, для полноценного измерения финансового развития и определения его основных бенчмарков необходимо иметь оценки следующих четырех важнейших групп характеристик финансовых институтов и рынков:

(а) размер финансовых институтов и рынков (оценка финансовой глубины),

(б) степень, в которой люди могут, либо не могут использовать финансовые институты и рынки (оценка доступности),

(в) эффективность финансовых институтов и рынков в предоставлении финансовых услуг (оценка эффективности),

(г) стабильность финансовых институтов и рынков (оценка стабильности).

Эти четыре группы характеристик измеряются как для финансовых институтов, так и для финансовых рынков (рынков акций и облигаций), что приводит к формированию матрицы характеристик финансовой системы размером 4x2.

Основанная на этих концептуальных положениях, но отклоняющаяся от них в отдельных практических аспектах, принципиальная структура базы данных GFDD может быть представлена в следующем виде:

- 1) Показатели финансовой доступности (доступности финансовых продуктов и услуг) для населения и фирм, а также, отчасти, степени использования возможностей финансового рынка фирмами для финансирования своего капитала.
- 2) Показатели глубины финансового сектора, включающие
 - a. Показатели емкости институциональных сегментов финансового сектора, в % к ВВП
 - b. Показатели емкости финансовых рынков, в % к ВВП
- 3) Показатели эффективности, включающие
 - a. Структурные характеристики доходов и расходов финансовых организаций, их рентабельности
 - b. Показатели качества рынков, включая их ликвидность
 - c. Объем ресурсов, предоставляемых финансовым сектором другим секторам экономики (частному сектору и сектору государственного управления)
- 4) Показатели стабильности, включающие
 - a. Показатели финансовой устойчивости банков
 - b. Показатель волатильности рынка акций
- 5) Прочие показатели (показатели конкуренции и концентрации в банковском секторе, показатели трансграничных потоков капитала и их значения для банковской системы, прочие показатели открытости экономики, характеристики внутренних рынков лизинга и факторинга, показатели широты фондового рынка и его доходности, показатели инфляции, показатели размера экономики).

Расширение базы данных показателей финансового развития в направлениях финансовой доступности и стабильности, ярко проявляющееся при сопоставлении варианта базы данных образца 2013 года с вариантом

образца 2000 года, на наш взгляд, соответствует произошедшему переосмыслению данных факторов для финансового развития. Кризис 2008 – 2009 гг. продемонстрировал критически важную роль фактора устойчивости как отдельных финансовых организаций, так и финансового сектора в целом. Кроме того, кризис займов саб-прайм в 2007 году обнажил естественные пределы повышения емкости финансового сектора без существенного расширения той базы, на которой развиваются финансовые институты. Такое расширение возможно только за счет повышения уровня финансовой доступности.

Сотрудники МВФ, опираясь на базу данных Всемирного банка, предложили рассчитывать Индекс финансового развития (Index of Financial Development), опирающийся на 20 показателей, объединенных в 6 групп, формирующих матрицу показателей 2X3: финансовой глубины (выражены в % к ВВП), финансовой доступности и эффективности для финансовых институтов и финансовых рынков [22, Р. 34].

В данном случае в качестве показателей финансовой глубины для финансовых институтов предлагаются:

- кредит частному сектору (в % к ВВП),
- активы пенсионных фондов (в % к ВВП),
- активы взаимных фондов (в % к ВВП),
- страховые премии (страхования жизни и прочие), также в % к ВВП.

В качестве показателей финансовой глубины для финансовых рынков предлагаются:

- капитализация рынка акций, в % к ВВП;
- объем торговли акциями, в % к ВВП;
- международные долговые ценные бумаги правительств, в % к ВВП;
- сумма внутренних и внешних долговых ценных бумаг нефинансовых корпораций, в % к ВВП;
- сумма внутренних и внешних долговых ценных бумаг финансовых корпораций, в % к ВВП.

На основе предложенной методики расчета индекса финансового развития был проведен расчет данного индекса и сопоставление полученных результатов с другими показателями, ранее традиционно рассматривавшимися в качестве обобщающих показателей развития финансового сектора и его роли в экономическом развитии. В работе [31, Р. 20-23] было показано, что существует высокая корреляция между Индексом финансового развития и его частными показателями (за исключением показателей эффективности финансовых институтов и финансовых рынков), с одной стороны, и показателем кредита частному сектору, с другой стороны. Для нас важно отметить, что показатели финансовой глубины применительно как к финансовым институтам, так и к финансовым рынкам, используемые при расчете Индекса финансового развития, имеют с показателем кредита частному сектору высокие показатели корреляционной связи.

Необходимо остановиться также на показателях, которые чаще всего использовались в научных работах в качестве обобщающих, интегральных характеристик развития финансового сектора. Чаще всего с 1970-х годов используется показатель соотношения частного кредита и ВВП, несколько реже – показатель соотношения рыночной капитализации и ВВП [31, Р. 4]. В работе [26] были одновременно использованы оба эти показателя в качестве измерителей интегрального воздействия финансового развития на экономический рост.

Используемый в российской экономической литературе и в российских экономических дискуссиях в качестве обобщающего показателя финансового развития показатель монетизации экономики (соотношение денежного агрегата М2 и ВВП) в мировой практике и в иностранной научной литературе в качестве такового не используется.

Необходимо отметить, что не собирается и не используется в качестве обобщающего показателя развития финансового сектора в качестве отдельного показателя такой показатель, как кредит реальному сектору. Реальный сектор не выделяется отдельно как целевой получатель

финансовых ресурсов от финансового сектора. Используется иной подход, когда совокупно оцениваются финансовые ресурсы, поступающие от финансового сектора во все другие сектора экономики в рамках показателя «совокупный кредит нефинансовому сектору».

Данный показатель определяется как остаточная стоимость кредита (задолженности перед финансовым сектором прочих секторов экономики, включая реальный сектор, сектор домохозяйств и сектор государственного управления) в конце отчетного периода. Учитываются те кредитные ресурсы, которые предоставляются отечественными банками другим секторам экономики и нерезидентам. С точки зрения финансовых инструментов, учитываемых при определении остаточной суммы такого кредита, данный кредит покрывает основной долг, определяемый как кредиты, долговые ценные бумаги и прочие долговые инструменты.

2.2. Методика оценки опережающего развития финансового рынка, применяемая в настоящем исследовании

Принципиально методика оценки опережающего развития финансового рынка будет опираться на следующие три группы показателей:

- 1) Капитализация (емкость) рынков (стоимость финансовых инструментов в обращении)
- 2) Активы финансовых организаций (финансовых посредников в статистическом понимании)
- 3) Предоставление ресурсов другим секторам экономики и другие показатели, характеризующие результат деятельности финансового сектора в разрезе секторов экономики.

Выбор именно этих трех групп показателей позволяет максимально комплексно описать различные аспекты развития финансового сектора в отношении ко всей системе народного хозяйства. Первая группа показателей характеризует часть общественного богатства, обращающегося на

финансовых рынках и имеющего не просто стоимостную, а именно финансовую оценку. Вторая группа показателей характеризует часть общественного богатства, зарезервированных за агентами рынка, которые обеспечивают функционирование финансового сектора – финансовыми организациями. Третья группа показателей характеризует полезный эффект от деятельности финансового сектора, применяемый в других секторах экономики. По каждой группе показателей будут использоваться как интегральные, так и частные показатели.

Кроме увеличения емкости и глубины финансовых рынков в сравнении с экономикой в целом (как правило, оцененной по показателю ВВП), исследователи используют также другие показатели повышения веса финансового сектора в экономике. Так, используются показатели роста доли финансового сектора в совокупной прибыли всех национальных корпораций [50, р. 76], доля добавленной стоимости в отраслях финансового сектора в совокупном объеме добавленной стоимости [51, с. 277] и другие.

При этом данные показатели свидетельствуют о достаточно высокой доле финансового сектора в странах с развитыми экономиками – по имеющимся оценкам, доля финансового сектора в ВВП составляет около 7 – 8%, что не намного меньше доли обрабатывающей промышленности [51, с. 277].

В части отобранных нами показателей, которые мы далее подробно опишем ниже, далеко не все могут быть рассчитаны по каждой стране за более или менее длительный период наблюдений. Тем не менее, мы приведем весь комплекс показателей, который лежал в основе проведенных расчетов, при том, что сами расчеты были нами сделаны только в тех рамках, которые устанавливало наличие или отсутствие данных для расчета того или иного показателя.

Мы будем оценивать степень опережающего развития финансового сектора по сравнению с развитием экономики в целом по нескольким показателям, характеризующим изменение соотношения между показателями

емкости финансового сектора или финансового рынка, с одной стороны, и показателем емкости экономики в целом, с другой стороны:

$$\Delta FZ(i) = FZ(i, t) - FZ(i, t-1),$$

где $FZ(i, t)$ – коэффициент финансиализации, рассчитанный по показателю i в момент времени t .

В каждый момент времени каждый коэффициент финансиализации по каждому показателю рассчитывается следующим образом:

$$FZ(i) = F(i) / E_c,$$

где $F(i)$ – значение показателя финансового развития i ,

E_c – значение показателя, характеризующего емкость экономики.

В качестве показателя, характеризующего емкость экономики в целом, мы будем использовать один и тот же показатель во всех вариантах расчетов – валовой внутренний продукт (ВВП), рассчитанный по текущим ценам. Естественно, для проведения оценки мировых показателей и для сопоставления показателей различных стран мы будем использовать оценку ВВП в международных долларах. Пересчет в доллары будет осуществляться по номинальному курсу.

$$E_c = GDP$$

В современных международно-сопоставительных исследованиях также используется показатель (валового или подушевого) ВВП, оцененный по паритету покупательной способности (ППС), что отражает, прежде всего, относительное богатство и уровень жизни в рассматриваемых странах. Нам же интересует размер национальных экономик, поэтому оценка проводилась на основании номинального показателя ВВП. Это сделано по следующим причинам [52, с. 6 - 7]:

1. Изменение емкости финансового сектора, особенно финансовых рынков в значительной мере связано с гравитационными эффектами, проявляющимися в международных потоках капитала, которые оцениваются в номинальном выражении и соотносятся с соответствующим показателем ВВП.

2. В условиях глобальной экономики финансовые рынки стали наиболее глобализированными секторами национальных экономик, взаимоувязанными в рамках глобального финансового рынка. Их конкуренция и сопоставления проводятся глобальными инвесторами, выбирающими страну приложения капиталов, с применением рыночных курсов валют, а не оценочных по своей природе ППС.

3. Номинальный курс прямо учитывает рыночную стоимость производимых товаров и услуг (как торгуемых, так и неторгуемых) с учетом фактора их качества, в то время как ППС фактически уходит от такой оценки, делая упор на сопоставимость объемов производства в натуральном, “физическом” выражении. Между тем в рамках глобального рынка сравнение осуществляется исключительно по рыночной стоимости производимых товаров и услуг, прямо учитывающей (посредством международной конкуренции) их качество.

Для характеристики емкости финансового сектора (финансового рынка) мы будем использовать несколько показателей (в вышеприведенных формулах – показатели $F(i)$).

Прежде всего, в качестве такого показателя мы будем использовать наиболее часто используемый международными финансовыми организациями показатель, который часто также называется показателем глубины финансового рынка – сумму стоимости в обращении акций и облигаций и стоимость банковских активов:

$$F0 = MCap + AOBonds + AsBanks,$$

где $MCap$ – капитализация рынка акций (рыночная стоимость акций различных типов в обращении на биржевых рынках);

$AOBonds$ – стоимость облигаций различных типов и видов в обращении (на внутренних и на внешних рынках);

$AsBanks$ – банковские активы.

Данный показатель используется в Докладе о финансовой стабильности МВФ (в т.ч. в статистических приложениях - вплоть до апреля

2015 года) как обобщающий интегральный показатель емкости национальных финансовых рынков [4].

Несмотря на частоту использования данного показателя в качестве интегрального показателя емкости финансового сектора, методологически этот показатель весьма уязвим для критики. При его расчете суммируются, с одной стороны, оценки суммарной рыночной стоимости двух инструментных секторов финансового рынка, и, с другой стороны, оценка суммарного размера одного из институциональных секторов финансового рынка. Очевидно, что при смешении различных критериев классификации финансового рынка на сектора возникает естественная и неизбежная статистическая ошибка, заключающаяся в повторном учете одного и того же капитала. Банк, активы которого используются при расчете, может инвестировать их в акции или облигации, либо предоставить кредит, на который будут куплены акции или облигации.

Для обеспечения методологической чистоты мы будем использовать оценки как суммарной стоимости в обращении финансовых инструментов, обращающихся на разных инструментных секторах финансового рынка, так и оценки суммарного размера финансовых организаций разных институциональных секторов финансового рынка. И в том, и в другом случае широта перечня секторов, используемых для получения суммарных оценок по всему финансовому рынку, существенно зависит от наличия соответствующей информации.

Показатели, оценивающие емкость финансового рынка с точки зрения стоимости в обращении различных финансовых инструментов, имеют общую форму представления в виде:

$$F1 = AO1 + AO2 + \dots + Aon,$$

где AO1 – стоимость в обращении финансовых инструментов типа 1,

AO2 – стоимость в обращении финансовых инструментов типа 2,

Aon – стоимость в обращении финансовых инструментов типа n.

Конкретизированные формы представления показателя F1 следующие:
F11, F12, F13.

$$F11 = MCap + AOBonds,$$

где MCap – капитализация рынка акций (рыночная стоимость акций различных типов в обращении на биржевых рынках);

AOBonds – стоимость облигаций различных типов и видов в обращении (на внутренних и на внешних рынках).

$$F12 = MCap + AOBonds + OI,$$

где MCap – капитализация рынка акций (рыночная стоимость акций различных типов в обращении на биржевых рынках);

AOBonds – стоимость облигаций различных типов и видов в обращении (на внутренних и на внешних рынках);

OI – стоимость открытых позиций на рынке производных финансовых инструментов.

$$F13 = OI$$

Отдельное использование показателя стоимости открытых позиций на рынках производных финансовых инструментов обусловлено следующими взаимозависимыми обстоятельствами. Во-первых, размерность данного показателя в настоящее время существенно выше, чем размерность капитализации и стоимости облигаций в обращении. Поэтому использование всех трех слагаемых в одном показателе (как в показателе F12) в значительной мере лишено смысла, так как общий размер F12 определяется фактически лишь одним слагаемым, а именно стоимостью открытых позиций. Во-вторых, существует определенное расхождение в методике оценки, соответственно, «тяжести» различных показателей. Если показатели капитализации и стоимости облигаций в обращении учитывают весь объем капитала, инвестированного в данные инструменты (пусть даже значительная часть акций не имеет свободного обращения, но они оцениваются ровно также как и акции, обращающиеся на бирже, и, соответственно, могут быть реально проданы по рыночной цене, пусть и с известными оговорками по их

ликвидности), то показатель стоимости открытых позиций оценивается по т.н. номинальной стоимости, т.е. учитывает не только реально инвестированный (авансированный) капитал в операции с производными финансовыми инструментами, но и весь объем финансовых обязательств, вытекающих из контрактов деривативного типа. В-третьих, наблюдаются принципиально разные скорости увеличения емкости рынков акций и облигаций, с одной стороны, и рынка производных финансовых инструментов, с другой стороны.

Следствием вышеприведенных рассуждений является целесообразность раздельного использования для практических расчетов показателей F11 и F13. При этом динамика показателя F13 характеризует не столько увеличение емкости финансового рынка в целом, сколько рост емкости одного весьма специального сектора финансового рынка, отличающегося повышенными уровнями риска и финансиализации.

Показатели, оценивающие емкость финансового рынка с точки зрения размера финансовых организаций различных типов (стоимости финансовых активов), имеют общую форму представления в виде:

$$F2 = As1 + As2 + \dots + Asn$$

где $As1$ – стоимость активов финансовых организаций типа 1,

$As2$ – стоимость активов финансовых организаций типа 2,

Asn – стоимость активов финансовых организаций типа n.

Конкретизированные формы представления показателя F2 следующие:
F21, F22, F23, F24, F25, F26.

$$F21 = AsBanks + AsIns + NAV,$$

где $AsBanks$ – активы банков,

$AsIns$ – активы страховых компаний,

NAV – стоимость чистых активов взаимных фондов.

Данный показатель позволяет объединить три самых крупных группы финансовых активов в современных финансовых системах. При этом возможны различные модификации данного показателя, связанные с

трактовкой активов банков, в зависимости от наличия рядов данных – это могут быть активы всех банков, либо активы депозитных банков.

Для ряда стран возможен расчет показателя, объединяющего четыре самые крупные группы финансовых активов в современных финансовых системах – кроме банковских активов, страховых активов и чистых активов взаимных фондов в данном случае учитывается также активы пенсионных фондов:

$$F21' = AsBanks + AsIns + NAV + AsPF,$$

где AsBanks – активы банков,

AsIns – активы страховых компаний,

NAV – стоимость чистых активов взаимных фондов,

AsPF – стоимость активов пенсионных фондов.

$$F22 = AsBanks + AsNonBanks$$

где AsBanks – активы банков (депозитных банков),

AsNonBanks – активы небанковских финансовых организаций, классифицированных в качестве таковых в соответствии с методикой GFDD.

Данный показатель используется только при наличии соответствующих показателей в базе данных GFDD. Активы депозитных банков к ВВП + Активы небанковских финансовых институтов к ВВП – в определенной мере обобщающий показатель второй группы показателей.

В случае отсутствия соответствующих данных используется показатель, в наибольшей степени аппроксимирующий вышеуказанный:

$$F22' = AsODC + AsOFC$$

где AsODI – активы «других корпораций, привлекающих вклады» (Other Depository Corporations),

AsOFC – активы «других финансовых корпораций» (Other Financial Corporations).

Показатели, используемые для расчета F22', берутся из базы данных Principal Global Indicator (PGI), развиваемой Международным валютным фондом на основе объединения баз данных Банка международных расчетов,

Европейского центрального банка, Евростата, Организации экономического сотрудничества и развития, Организации объединенных наций, Всемирного банка и собственных баз данных.

$$F23 = AsBanks$$

где AsBanks – активы банков.

Данный показатель используется при отсутствии данных по размеру небанковских финансовых организаций за соответствующий временной период.

$$F24 = PrIns,$$

где PrIns – страховые премии.

Данный показатель характеризует емкость сектора страхования через показатель страховых премий. Данный показатель является альтернативной оценкой емкости страхового сектора (по отношению к показателям, использующим данные о размере активов финансовых организаций, занимающихся страховым делом) и не может суммироваться с характеристиками емкости других институциональных сегментов финансового рынка ввиду различия используемых показателей емкости.

$$F25 = NAV,$$

где NAV – стоимость чистых активов взаимных фондов.

Данный показатель характеризует емкость сегмента взаимных фондов (инвестиционных фондов открытого типа).

$$F26 = AsPF$$

где AsPF – стоимость активов пенсионных фондов.

Данный показатель характеризует емкость сегмента основных частных пенсионных институтов – пенсионных фондов.

Показатели, характеризующие предоставление ресурсов финансовым сектором другим секторам экономики и другие показатели, характеризующие результат деятельности финансового сектора в разрезе секторов экономики, обычно представлены в форме соотнесения какой-либо результирующей характеристики финансового сектора и валового внутреннего продукта (или

иного обобщающего показателя емкости экономики или ее сектора). Т.е. они изначально формируются в виде коэффициентов финансиализации (выше обозначены в виде FZ (i, t)).

К числу показателей этой группы, использованных далее в расчетах, относятся:

- совокупный кредит нефинансовому сектору (в % к ВВП, рассчитанному по паритету покупательной способности), далее также обозначается как FZ31;

- внутренний кредит частному сектору (в % к ВВП), далее также обозначается как FZ32;

- монетизация экономики (в % к ВВП), далее также обозначается как FZ33;

- финансовые активы нефинансового сектора, далее также обозначается как FZ34;

- финансовые активы домохозяйств (в % к валовому располагаемому доходу – GDI, или в % к чистому располагаемому доходу - NDI), далее также обозначается как FZ35.

Валовой располагаемый доход (GDI) равен сумме чистого располагаемого дохода (который является балансирующей статьей вторичного распределения доходов) и потребления основного капитала. Использование валового располагаемого дохода (GDI), а не чистого располагаемого дохода, является более предпочтительным для аналитических целей, потому что есть проблемы в части неопределенности и сопоставимости в части расчета потребления основного капитала.

В ряде случаев в качестве показателей, характеризующих предоставление ресурсов финансовым сектором другим секторам экономики, будут также использованы показатели, предусматривающие не сопоставление характеристики финансового сектора с ВВП, а сопоставление такой характеристики с объемом инвестиций в основной капитал частного нефинансового сектора:

- доля инвестиций в основной капитал, финансируемая за счет банковских кредитов, далее также обозначается как FZ36;

- доля инвестиций в основной капитал, финансируемая за счет выпуска акций (как учредительских, так и дополнительных выпусков), далее также обозначается как FZ37.

Следует отметить, что такие показатели, с одной стороны, на наш взгляд, являются, возможно, наиболее адекватными показателями для целей оценки роли финансового сектора в инвестиционных процессах. Но с другой стороны, такие показатели в уже рассчитанном виде, в т.ч. в базе данных GFDD, встречаются крайне редко. Поэтому их невозможно объединить в сколь-нибудь длинные ряды, и они могут использоваться в основном для иллюстративных целей.

Учитывая значительность количества индикаторов финансовой емкости экономики и ее повышения (финансиализации), вполне возможно, что в перспективе научные исследования неизбежно подойдут к вопросу об обобщающих, интегральных показателях финансиализации. На наш взгляд, подход, который может лежать в основе построения подобных индикаторов, должен исходить из необходимости опираться на полезность данного процесса для определенных категорий экономических агентов. На сегодняшний день очевидно, что наиболее ярко и последовательно финансиализация хозяйства отражается на экономике домохозяйств. В этой части уровень сбора информации и методологической совместимости используемых показателей пока не позволяет сформулировать возможные глобальные (общемировые) индикаторы.

Но вместе с тем на национальном уровне построение таких индикаторов уже вполне возможно (по крайней мере, для тех стран, которые в достаточной мере внедрили в своей национальной статистике принципы национальных счетов, включая элементы финансового счета). ОЭСР уже сегодня рассчитывает показатель чистого финансового богатства домохозяйств и некоммерческих организаций (NPISH) на единицу.

Сопоставление данного показателя с показателем ВВП на душу населения теоретически позволяет построить такой интегральный индикатор. Однако в данном случае сохранится неполная соразмерность сопоставляемых показателей, так как *per capita* в этих показателях будут предполагать различные единицы (в первом случае – домохозяйства, во втором – индивидуальных лиц).

Рассматривая взаимоотношения финансового сектора и остальных секторов экономики не только с позиции поставки финансовым сектором ресурсов в другие сектора национального хозяйства, но и с обратной стороны, со стороны размещения ресурсов нефинансовыми секторами в финансовой системе, необходимо отметить, что в данном случае мы имеем интегральный индикатор, уже рассчитываемый и включенный в базу данных GFDD. Речь идет о показателе «Депозиты, размещенные в финансовой системе, в % к ВВП» (Financial system deposits to GDP). Данный показатель не позволяет оценить степень финансиализации в рамках всей мировой экономической системы, но для оценки финансиализации в отдельных странах, статистика которых позволяет рассчитывать данный показатель, вполне приемлем. В дальнейших расчетах мы его обозначаем FZ38.

Глава 3. Количественный анализ опережающего развития финансового сектора

3.1. Опережающее развитие финансового сектора в глобальном масштабе

Для проведения количественного анализа опережающего развития финансового сектора в глобальном масштабе мы используем все показатели, отобранные нами в рамках вышеприведенной методики, по которым существует необходимая информация, и могут быть рассчитаны значения за более или менее продолжительный период времени. К сожалению,

количество таких показателей невелико, а временные промежутки, за которые они могут быть рассчитаны – непродолжительны. В отличие от статистических данных по отдельным странам, на мировом уровне пока не существует статистического центра, который бы формировал показатели финансового сектора в разрезе всего мира. Даже в рамках проекта Всемирного банка по формированию Базы данных финансового развития упор делается на построение страновых рядов показателей, и не осуществлено формирование общемировых рядов показателей, характеризующих развитие финансового сектора.

Существенным минусом является отсутствие достаточных данных для расчета суммарной емкости активов финансовых институтов. При наличии возможности делать суммарные оценки по стоимости финансовых инструментов в обращении данный минус оборачивается невозможностью сопоставления оценок спроса и предложения на глобальном финансовом рынке.

Оценка емкости мирового рынка акций проводилась нами на основе статистики биржевых фондовых рынков, публикуемой Всемирной федерацией бирж. Нами использовался показатель капитализации внутренних рынков акций. Данный показатель формировался путем суммирования показателей капитализации национальных рынков акций. После 2002 года количество национальных рынков, по которым наблюдался данный показатель, стало больше 50, а после 2008 года некоторые страны перестали предоставлять информацию во Всемирную федерацию бирж (в том числе некоторые страны с крупнейшими рынками – например, Великобритания).

Поэтому для того, чтобы обеспечить сопоставимость значений показателя мировой капитализации мы ограничили количество наблюдаемых стран 50 странами с крупнейшими рынками акций, при этом использовали информацию не только Всемирной федерации бирж, но и других источников, в первую очередь, базы данных Европейской федерации фондовых бирж и

данных ряда крупнейших бирж, не являющихся членами вышеупомянутых федераций бирж.

Расхождение между показателем капитализации по всем биржам, являющимися членами Всемирной федерацией бирж, и показателем суммарной капитализации 50 крупнейших мировых бирж, рассчитываемым нами самостоятельно, находится в рамках статистической погрешности (максимум в 2004 году – 0,27%; по итогам 2015 года расхождение составило 0,7%).

Оценка емкости мирового рынка облигаций производилась нами на основе статистики, публикуемой Банком международных расчетов. Для оценки емкости рынка облигаций использовались как данные по внутренним рынкам (облигациям, обращающимся на внутренних национальных рынках), так и по рынкам международных облигаций. Суммировались стоимости облигаций в обращении эмитентов всех типов (правительства и государственные агентства; банки и другие финансовые корпорации; нефинансовые корпорации).

Более или менее надежные данные в совокупности по мировому рынку облигаций появляются с 1995 года. До этого момента стоимость в обращении облигаций частного сектора оценивалась с существенной ошибкой по странам, участвующим в сборе информации (в 1994 году примерно 30 – 35% облигаций частного сектора таких стран не учитывались при оценке совокупного объема облигаций в обращении данного сектора).

Оценка совокупного размера банковских активов проводилась нами на основе данных, публиковавшихся МВФ в рамках регулярных Докладов о глобальной финансовой стабильности [53]. Несмотря на то, что такие данные публикуются начиная с 2001 года, следует признать надежными данными начиная с 2002 года, так как данные о совокупной стоимости банковских активов 2001 года рассчитывались по иной методике, чем последующие показатели.

Показатели стоимости открытых позиций производных инструментов, как внебиржевых, так и торгуемых на биржах фьючерсов и опционов, рассчитаны на основании данных Банка международных расчетов.

Для оценки емкости мирового рынка производных финансовых инструментов мы используем показатель открытых позиций, оцененный на основе показателя нотиональной стоимости этих позиций. При оценке стоимости открытых позиций мы учитываем открытые позиции по всем видам производных финансовых инструментов, по которым Банк международных расчетов ведет статистику. Перечень этих видов инструментов постепенно расширяется, в точном соответствии с расширением инструментария самого рынка производных финансовых инструментов. Крупнейшими (по стоимости открытых позиций) видами производных финансовых инструментов являются внебиржевые процентные свопы и внебиржевые форварды. Тем не менее, наряду с этими видами производных финансовых инструментов в течение последних 25 лет также интенсивно растут биржевые фьючерсы и биржевые опционы, а в последние 10 лет – внебиржевые опционы и внебиржевые FRA (соглашения о будущей процентной ставке).

В ходе работ нами были составлены ряды данных, которые участвуют в расчете показателей финансовализации (опережающего развития финансового сектора) в глобальном масштабе. Эти ряды приводятся в таблице 1.

На основе собранных данных были рассчитаны показатели, характеризующие финансовую глубину глобальной экономики (емкость сегментов глобального финансового рынка) – F0, F11, F12, F13, F23, F24, F25 – в соответствии с формулами, приведенными в предыдущем пункте настоящего доклада. Других показателей финансовой глубины на уровне всей мировой экономики рассчитать не удалось ввиду отсутствия данных. Результаты расчетов показателей финансовой глубины глобальной экономики приведены в таблице 2.

Сопоставляя показатели финансовой глубины с показателем мирового ВВП, мы получили соответствующие показатели финансовализации (FZ0, FZ11, FZ12, FZ13, FZ23, FZ24, FZ25), динамика которых позволяет оценить интенсивность опережающего развития финансового сектора в масштабах глобальной экономики. Результаты расчетов (коэффициенты финансовализации мирового хозяйства) приведены в таблице 3.

Таблица 1 - Показатели, выступающие исходными данными для расчетов, в млн. долл.

Год	Валовый внутренний продукт	Капитализация	Стоимость внутренних и международных облигаций в обращении всех эмитентов	Открытые позиции на рынке производных финансовых инструментов	Активы банков	Страховые премии	Стоимость чистых активов взаимных фондов
1990	22546701	8459432					
1991	23670154	9936013		8198800			
1992	25340965	9348687		10205900			
1993	25775075	11923507		15747600			
1994	27678614	13498313	25105100	19507800			
1995	30630802	15724737	27934600	24390800			
1996	31289336	18012362	29056300	32174800			
1997	31197655	20087146	29638500	38140900			
1998	31079815	23273709	33417700	93866100			
1999	32233343	29983867	35324200	101754600			
2000	33276212	27721047	36188000	109413800			
2001	33078752	24211254	38341200	134942100			
2002	34358856	20479419	43821400	165494200	40627800		
2003	38585796	27740447	51965100	233910500	49577900		

Год	Валовый внутренний продукт	Капитализация	Стоимость внутренних и международных облигаций в обращении всех эмитентов	Открытые позиции на рынке производных финансовых инструментов	Активы банков	Страховые премии	Стоимость чистых активов взаимных фондов
2004	43464596	32915203	58731100	304486400	57315800		
2005	47033721	36873262	60498400	355456900	55673000	3447698	
2006	50971471	45927500	69405100	485625100	70860500	3686530	16558436
2007	57452220	55137646	78969700	674815700	84784500	4107663	26131496
2008	62982829	30201968	83416300	655891500	97381400	4188968	18920057
2009	59704688	43614646	90327200	677017700	92969500	4072936	22945623
2010	65489204	49742656	94578300	668992600	100126900	4297836	24710398
2011	72572244	42595997	98030400	704325300	113735200	4546158	23796672
2012	74041586	48861774	103287000	684544000	116956100	4598951	26837407
2013	76123950	56157319	103208000	767971000	126744100	4593632	30030312
2014	77868768	59931086	100664000	686741000		4778248	31381425
2015		55201070					40211238

Источники: База данных Всемирного банка World Database, Доклады о глобальной финансовой стабильности МВФ, Всемирная федерация бирж, Банк международных расчетов, Swiss Re, Институт инвестиционных компаний.

Таблица 2 - Показатели емкости сегментов финансового рынка и их комбинация, в млн. долл.

год	F0	F11	F12	F13	F23	F24	F25
1994		38603413	58111213	19507800			
1995		43659337	68050137	24390800			
1996		47068662	79243462	32174800			
1997		49725646	87866546	38140900			
1998		56691409	150557509	93866100			
1999		65308067	167062667	101754600			
2000		63909047	173322847	109413800			
2001		62552454	197494554	134942100			
2002	104928619	64300819	229795019	165494200	40627800		
2003	129283447	79705547	313616047	233910500	49577900		
2004	148962103	91646303	396132703	304486400	57315800		
2005	153044662	97371662	452828562	355456900	55673000	3447698	
2006	186193100	115332600	600957700	485625100	70860500	3686530	16558436
2007	218891846	134107346	808923046	674815700	84784500	4107663	26131496
2008	210999668	113618268	769509768	655891500	97381400	4188968	18920057
2009	226911346	133941846	810959546	677017700	92969500	4072936	22945623
2010	244447856	144320956	813313556	668992600	100126900	4297836	24710398
2011	254361597	140626397	844951697	704325300	113735200	4546158	23796672
2012	269104874	152148774	836692774	684544000	116956100	4598951	26837407
2013	286109419	159365319	927336319	767971000	126744100	4593632	30030312
2014		160595086	847336086	686741000		4778248	31381425

Таблица 3 - Коэффициенты финансиализации мирового хозяйства, в % к ВВП.

год	FZ0	FZ11	FZ12	FZ13	FZ23	FZ24	FZ25
1991				35%			
1992				40%			
1993				61%			
1994		139%	210%	70%			
1995		143%	222%	80%			
1996		150%	253%	103%			
1997		159%	282%	122%			
1998		182%	484%	302%			
1999		203%	518%	316%			
2000		192%	521%	329%			
2001		189%	597%	408%			
2002	305%	187%	669%	482%	118%		
2003	335%	207%	813%	606%	128%		
2004	343%	211%	911%	701%	132%		
2005	325%	207%	963%	756%	118%	7,3%	
2006	365%	226%	1179%	953%	139%	7,2%	32%
2007	381%	233%	1408%	1175%	148%	7,1%	45%
2008	335%	180%	1222%	1041%	155%	6,7%	30%
2009	380%	224%	1358%	1134%	156%	6,8%	38%
2010	373%	220%	1242%	1022%	153%	6,6%	38%
2011	350%	194%	1164%	971%	157%	6,3%	33%
2012	363%	205%	1130%	925%	158%	6,2%	36%
2013	376%	209%	1218%	1009%	166%	6,0%	39%
2014		206%	1088%	882%		6,1%	40%

Какие содержательные выводы можно сделать на основе полученных результатов?

Первое. В течение последних 20 лет отсутствует сколь-нибудь четко выраженная тенденция к росту соотношения капитализации и ВВП на глобальном уровне, в то время как опережающее развитие долговых рынков, по крайней мере, до кризиса 2008 – 2009 гг. наблюдалось совершенно явно¹. Соответственно, опережающее развитие всего рынка эмиссионных ценных бумаг, наблюдавшееся до 2008 года, происходило за счет именно долгового сегмента (см. рисунок 1).

¹ После 2009 года данный тренд «сломался», что привело к снижению показателя объясняемости на всем периоде 1994 – 2014 гг., впрочем, оставшегося весьма высоким.

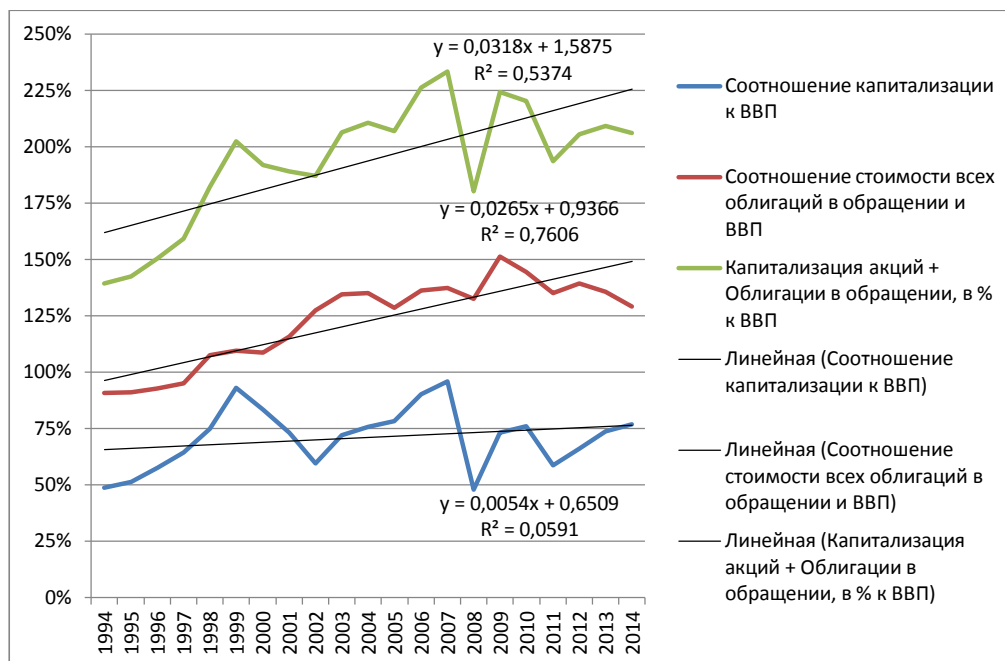
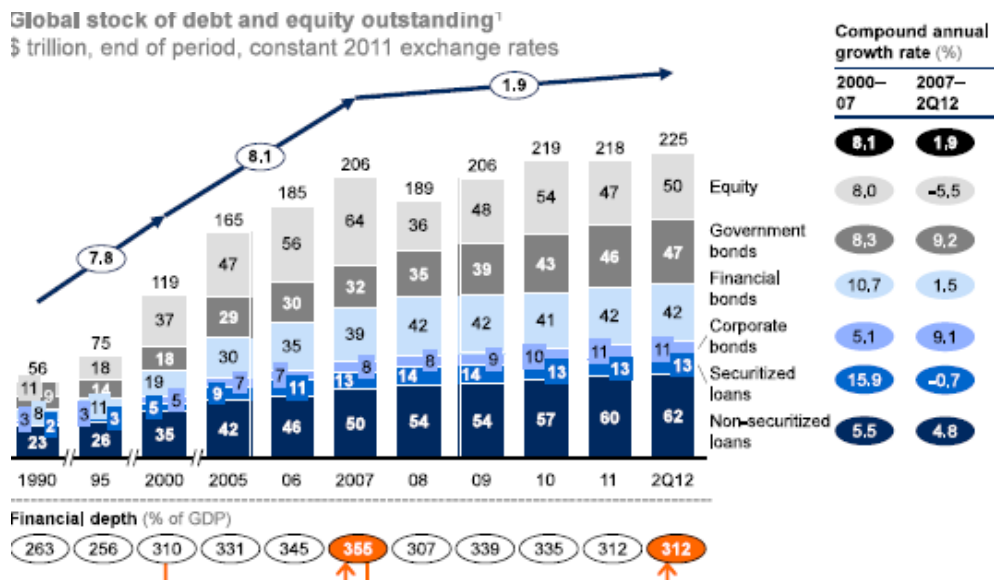


Рисунок 1. Опережающее развитие глобального долгового фондового рынка.

К аналогичным в целом выводам пришли исследователи из The McKinsey Global Institute в работе [12]. Они представили более детальное разбиение стоимости в обращении долгового рынка, дополнив, в частности, к долговым ценным бумагам несекьюритизированные займы (см. рисунок 2).



Источник: Financial Globalization: Retreat or Reset? Global Capital Markets 2013. - McKinsey Global Institute, March 2013. P. 2.

Рисунок 2. Стоимость в обращении акций и долговых ценных бумаг на глобальном финансовом рынке, трлн. долл.

Различие в формах представления не отменяет совпадения главного вывода: до кризиса 2008 года наблюдался опережающий рост емкости фондового рынка в масштабах глобальной экономики, после этого кризиса уже нельзя говорить о данном явлении.

Второе. За последние 20 лет кардинально изменились роль и место рынка производных финансовых инструментов в глобальной финансовой системе. Из сопоставимого (по объему стоимостных оценок обязательств, вытекающих из обращающихся инструментов) с фондовым спотовым рынком данный сегмент финансового рынка превратился в господствующий (с точки зрения характеристик финансовой глубины) сегмент современного глобального финансового рынка (см. рисунок 3).

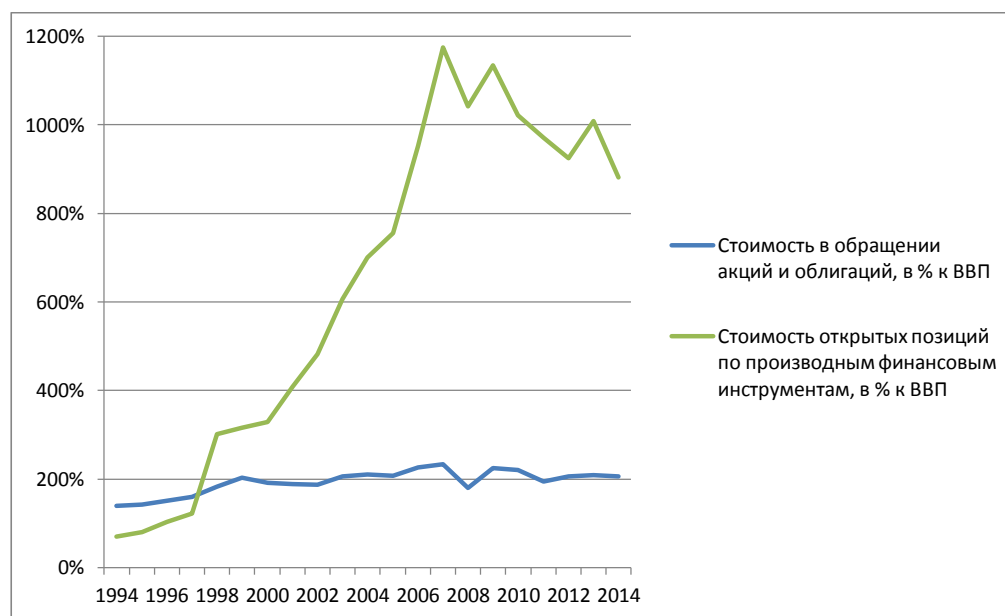


Рисунок 3. Сопоставление опережающего развития фондового рынка и рынка производных финансовых инструментов в рамках глобальной экономики.

При этом необходимо отметить, что рынок производных ценных бумаг также подчиняется общей закономерности – после кризиса 2008 года опережающего роста не наблюдается, более того, в сегменте производных

финансовых инструментов наблюдается относительное (по отношению к мировому ВВП) и даже, в отдельные годы, абсолютное снижение емкости. В соответствии с нашим расчетами, сделанными на основании данных Банка международных расчетов (BIS), стоимость открытых позиций учитываемых BIS (суммарно биржевых и внебиржевых) в 2014 году составила 687 трлн. долл., снизившись по сравнению с рекордным значением 2013 года (768 трлн. долл.) более чем на 10%. Данный показатель, демонстрировавший стремительный рост в период с 1991 г. по 2007 г. (среднегодовой темп прироста глобальной стоимости открытых позиций за этот период составлял 31,7%), после 2007 года остается в коридоре 650 – 770 трлн. долларов.

Третье. Теоретическая гипотеза о том, что по мере развития экономики финансовый сектор становится все более рыночно-ориентированным (market-based) также была проверена нами на статистическом материале. К сожалению, на более или менее длинных временных отрезках сопоставление активов банковских и небанковских финансовых организаций в мировом масштабе невозможно из-за отсутствия соответствующих данных. Поэтому данная гипотеза была нами проверена с помощью сопоставления темпов роста соотношения банковских активов и ВВП, с одной стороны, и стоимости акций и облигаций в обращении и ВВП, с другой стороны. Несмотря на определенную некорректность такого сопоставления (о чем выше уже шла речь), это единственная возможность проверить данную гипотезу с помощью отобранных для анализа показателей на уровне глобальной экономики. Результаты данной проверки наиболее наглядно видны на рисунке 4.

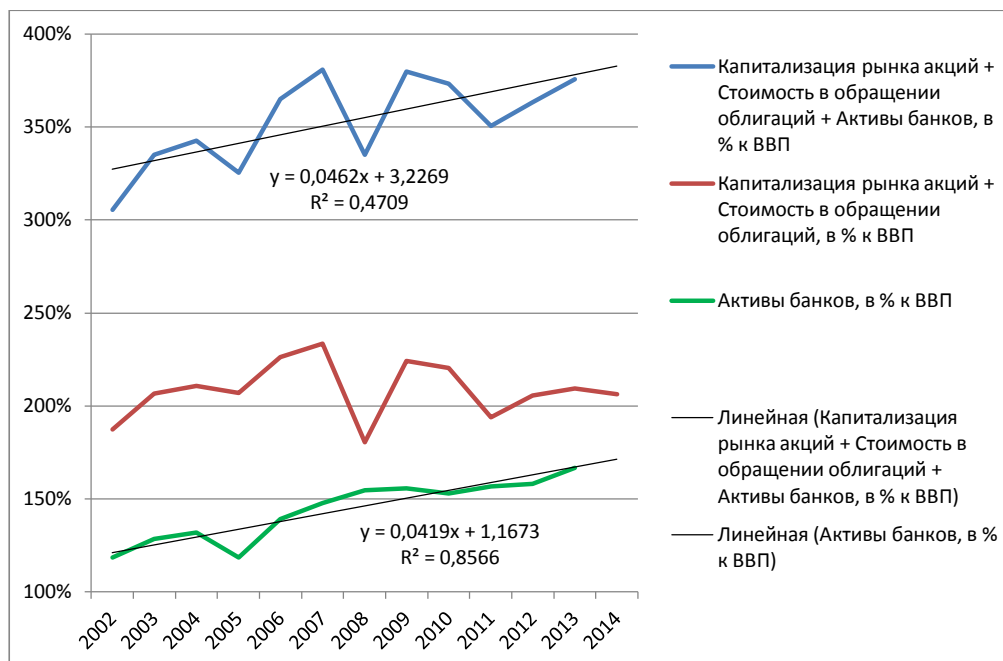


Рисунок 4 - Сопоставление опережающего роста банковского сектора и опережающего роста рынка ценных бумаг.

В данном случае отношение суммарной стоимости акций и облигаций в обращении и банковских активов к ВВП (показатель, который мы определяем как коэффициент финансиализации FZ0) мы разложили на два слагаемых: отношение стоимости ценных бумаг в обращении к ВВП (показатель FZ11) и отношение стоимости банковских активов к ВВП (показатель FZ23). Хорошо заметно, что отношение банковских активов к ВВП растет весьма устойчиво в течение 2002 – 2013 гг., обеспечивая почти весь рост показателя FZ0. Напротив, изменение отношения стоимости ценных бумаг в обращении к ВВП в течение всего этого периода не проявляет явной тенденции к росту (показатели объясняемости линейного тренда данного показателя близки к 0).

Данный вывод отчасти также подтверждается изменением соотношений между показателями, характеризующими емкость страхового сегмента и сегмента взаимных фондов, и ВВП. Соотношение страховых премий и ВВП устойчиво снижается. Соотношение стоимости чистых

активов открытых инвестиционных фондов и ВВП в целом за период 2006 – 2014 гг. растет, но весьма неустойчиво, с большой вариацией (см. рисунок 5).

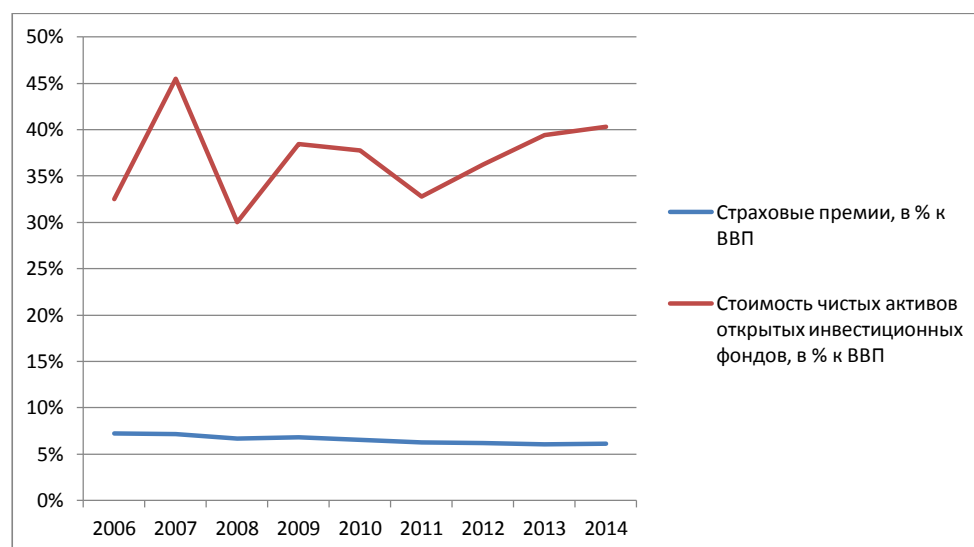


Рисунок 5 – Глобальные сегменты институциональных инвесторов, % ВВП.

Четвертое. Сопоставление опережающего роста банковских активов и динамики показателей, характеризующих относительную динамику, по крайней мере, двух сегментов небанковских финансовых институтов, позволяет также сделать предположение о наличии ярко выраженного опережающего роста исключительно в банковском сегменте в течение периода 2006 – 2014 гг. Вывод об опережающем развитии небанковских финансовых институтов в этот период в глобальном масштабе не может быть сделан (по крайней мере, на основе имеющихся данных).

Четыре вышеприведенных тезиса позволяют сделать главный вывод. Все это в целом говорит о том, что в настоящее время процесс глобальной финансовализации, серьезно замедлившийся, продолжается только за счет опережающего роста банковского сегмента финансового сектора. Традиционный «локомотив» опережающего роста финансового сектора – рынок ценных бумаг – перестал выполнять эту функцию, начиная с 2008

года. С этого же момента наблюдается относительное сокращение сегмента рынка производных финансовых инструментов.

Необходимо также остановиться на таком важном моменте опережающего развития финансового сектора, как периодически сменяющие друг друга периоды опережающего развития финансового сектора и периоды снижения роли финансового сектора в хозяйственной жизни. К сожалению, на глобальном уровне не существует непрерывных рядов интегральных количественных данных, которые могли бы подтвердить этот тезис, впервые заявленный в работе [36].

Вместе с тем в указанной работе содержатся средние значения 4 показателей финансового развития (депозиты к ВВП; капитализация к ВВП; количество компаний в котировальных листах бирж в отношении с количеством населения страны; объем инвестиций, привлеченных на первичном рынке акций, к совокупному объему инвестиций в основной капитал) по нескольким крупнейшим национальным финансовым рынкам [36, Р. 13]. Их анализ позволяет сделать вывод о том, что уровень финансового развития (относительно ВВП и других обобщающих социально-экономических показателей) был достаточно высок в 1913 и 1929 годах, после чего наступило относительное снижение роли финансового сектора в социально-экономических системах.

Об этом свидетельствуют следующие факты. По всем 4 показателям максимум был достигнут в 1929 году. Ниже уровня 1913 года 2 показателя оставались в течение 1950 – 1980 гг., один показатель – в течение 1960 – 1990 гг. и еще один – в течение 1950 – 1990 гг. Минимальных значений 2 показателя достигают в 1980 году, по одному – в 1960 г. и в 1990 г.

Это значит, что нынешнему периоду опережающего развития финансового сектора предшествовал достаточно длительный период, в течение которого наблюдалось противоположное явление. Таким образом, на сверхдлинном временном горизонте мы можем говорить об определенной цикличности процесса финансиализации на глобальном уровне.

3.2. Опережающее развитие финансового сектора в крупнейших развитых странах

Мы провели оценку относительной динамики развития финансового сектора в 4 крупнейших развитых странах: США, Япония, Германия, Великобритания. Кроме того, в рамках оценки развития финансового сектора в странах с крупнейшими развивающимися финансовыми рынками проводилась оценка развития финансового сектора Кореи и Гонконга. Эти две страны в настоящее время признаются в качестве развитых стран, обладающими развитыми финансовыми рынками, но в начале периода наблюдения (90-е годы XX века) квалифицировались в качестве развивающихся стран и, соответственно, стран с развивающимися финансовыми рынками.

Расчеты проводились по показателям, которые были предложены выше, так же, как и для оценки опережающего развития финансового сектора в глобальном масштабе (см. предыдущий пункт). Однако, в отличие от оценки опережающего развития финансового сектора в глобальном масштабе, на уровне отдельных стран, особенно развитых, оказался возможен расчет по значительно большему числу показателей. На наш взгляд, определяющим моментом в данном случае стало наличие базы данных GFDD, которая строилась в целях сравнения финансового развития в различных странах.

Однако необходимо отметить, что в ходе проверки данных этой базы данных были выявлены несоответствия отдельных данных базы данных GFDD данным из источников, на которые база данных ссылается. В таких случаях мы использовали первоисточник. Это правило использовалось и в случае других расхождений, даже если они составляли статистическую погрешность.

Результаты расчетов представлены далее в таблицах 4 – 7.

Таблица 4 - Коэффициенты финансиализации в США.

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ22'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35	FZ38
1990	236%	173%	115%		146%		63%		20%		182%	119%		69%
1991	250%	189%	118%		149%		61%		23%		187%	124%		68%
1992	249%	192%	118%		152%		57%		26%		185%	123%		65%
1993	256%	200%	122%		156%		56%		31%		187%	126%		61%
1994	251%	197%	121%		155%		54%		31%		182%	125%		58%
1995	271%	217%	129%		160%		55%		37%		188%	136%		57%
1996	284%	229%	137%		168%		55%	6,4%	43%		186%	143%		58%
1997	304%	249%	145%		173%		55%	6,8%	50%		186%	152%		58%
1998	318%	264%	154%		183%		55%	6,9%	58%		189%	164%		60%
1999	328%	273%	164%		193%		55%	7,0%	67%		186%	178%	497%	62%
2000	321%	265%	159%	235%	194%		55%	7,1%	63%	76%	185%	168%	453%	63%
2001	322%	265%	160%	229%	262%		58%	7,5%	63%	69%	190%	177%	426%	66%
2002	307%	250%	154%	215%	319%		58%	8,0%	56%	61%	197%	168%	392%	67%
2003	329%	271%	162%	233%	324%		58%	8,0%	61%	70%	202%	183%	425%	67%
2004	343%	285%	167%	239%	342%		58%	7,8%	64%	72%	212%	191%	455%	66%
2005	344%	285%	170%	243%	350%		60%	7,4%	66%	73%	214%	196%	472%	67%
2006	361%	299%	164%	241%	364%		62%	7,4%	57%	77%	219%	206%	487%	69%
2007	370%	305%	193%	270%	377%		65%	7,4%	83%	77%	228%	214%	492%	73%
2008	338%	267%	177%	233%	382%		71%	7,4%	65%	57%	239%	195%	406%	81%
2009	366%	297%	191%	259%	375%		70%	7,0%	77%	68%	246%	204%	433%	86%

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ22'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35	FZ38
2010	364%	300%	188%	260%	368%	469%	63%	6,7%	79%	72%	247%	200%	458%	83%
2011	345%	283%	181%	251%	359%	457%	62%	6,9%	75%	69%	251%	191%	444%	81%
2012		292%				462%		7,8%	80%		251%		458%	
2013		311%				473%		7,5%	89%		247%		515%	
2014		317%				475%		7,4%	91%		250%		522%	

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, базы данных МВФ Principal Global Indicators, базы данных OECD.Stat, Докладов о глобальной финансовой стабильности МВФ, данных Всемирной федерации бирж (WFE), Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Института инвестиционных компаний (ICI).

Таблица 5 - Коэффициенты финансиализации в Великобритании.

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35
1990	263%	154%	162%		109%	109%		12%			112%	
1991	273%	162%	171%		110%	110%		13%			110%	
1992	255%	146%	179%		109%	109%		15%			109%	
1993	303%	197%	196%		107%	107%		20%			107%	
1994	292%	187%	185%		105%	105%		19%			106%	
1995	308%	202%	199%		106%	106%		21%			112%	
1996	344%	233%	211%		111%	111%	11%	24%			116%	
1997	356%	244%	225%		113%	113%	12%	25%			116%	
1998	377%	264%	233%		113%	113%	14%	26%			116%	

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35
1999	408%	295%	250%		113%	113%	15%	31%		181%	118%	506%
2000	406%	287%	245%	321%	120%	120%	17%	24%	77%	185%	129%	492%
2001	389%	260%	245%	313%	128%	128%	15%	22%	68%	190%	135%	451%
2002	374%	241%	237%	293%	133%	133%	16%	18%	55%	200%	139%	435%
2003	400%	264%	242%	303%	136%	136%	14%	21%	61%	200%	144%	443%
2004	408%	265%	252%	317%	142%	142%	14%	22%	65%	207%	151%	455%
2005	418%	268%	269%	346%	151%	151%	14%	24%	76%	217%	159%	477%
2006	473%	314%	282%	363%	159%	159%	16%	23%	81%	223%	170%	476%
2007	472%	299%	304%	382%	173%	173%	18%	31%	78%	228%	186%	468%
2008	419%	222%	304%	370%	198%	198%	13%	19%	66%	250%	211%	430%
2009	580%	366%	343%	421%	214%	214%	12%	33%	78%	263%	213%	435%
2010	590%	388%			202%	202%	12%	37%	86%	265%	202%	441%
2011	547%	356%			192%	192%	13%	33%		273%	187%	467%
2012		370%					13%	40%		277%		462%
2013		381%					13%	46%		262%		455%
2014		327%					12%	40%		266%		499%

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, базы данных МВФ Principal Global Indicators, базы данных OECD.Stat, Докладов о глобальной финансовой стабильности МВФ, данных Всемирной федерации бирж (WFE), Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Института инвестиционных компаний (ICI).

Таблица 6 - Коэффициенты финансиализации в Японии.

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35	FZ38	FZ33
1990					243%	222%					192%		174%	
1991					245%	223%					193%		175%	
1992					252%	228%					197%		178%	
1993					262%	236%	8,1%				199%		184%	
1994					269%	241%	8,0%				202%		189%	
1995					275%	245%	8,0%				201%		194%	
1996					279%	248%	7,6%				202%		198%	
1997	402%	170%			274%	231%	7,6%			308%	215%		204%	
1998	438%	216%			279%	222%	7,3%			312%	225%		216%	
1999	496%	265%			292%	231%	7,1%			323%	228%	430%	225%	
2000	441%	208%	285%	302%	296%	233%	6,9%	9,1%	17%	323%	219%	436%	227%	
2001	400%	205%	246%	270%	369%	195%	6,8%	8,3%	24%	326%	190%	455%	209%	201%
2002	389%	237%	202%	227%	440%	152%	6,8%	7,6%	25%	328%	187%	456%	190%	205%
2003	422%	271%	229%	253%	441%	151%	6,8%	8,1%	24%	327%	186%	477%	191%	206%

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35	FZ38	FZ33
2004	437%	286%	232%	255%	437%	152%	7,0%	8,6%	23%	326%	179%	480%	191%	206%
2005	454%	300%	241%	266%	442%	154%	7,2%	10%	25%	326%	193%	509%	191%	207%
2006	471%	314%	244%	269%	443%	157%	7,0%	10%	25%	321%	189%	512%	190%	204%
2007	475%	321%	244%	268%	425%	155%	8,1%	16%	24%	316%	181%	488%	187%	203%
2008	479%	317%	245%	268%	421%	162%	8,3%	12%	23%	327%	176%	476%	195%	209%
2009	485%	309%	267%	292%	435%	177%	8,8%	13%	25%	353%	183%	491%	208%	227%
2010	511%	333%			428%	178%	8,6%	14%	24%	352%	175%	494%	208%	226%
2011	511%	322%			438%	188%	11%	13%		369%	175%	498%	219%	238%
2012		302%					11%	12%		374%		521%		241%
2013		343%					10%	16%		383%		534%		248%
2014		335%					10%	17%		393%		554%		251%

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, базы данных МВФ Principal Global Indicators, базы данных OECD.Stat, Докладов о глобальной финансовой стабильности МВФ, данных Всемирной федерации бирж (WFE), Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Института инвестиционных компаний (ICI).

Таблица 7 - Коэффициенты финансиализации в Германии.

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35	FZ38
1990		81%					4,4%				88%		
1991		87%					4,2%				90%		
1992	187%	77%				110%	4,3%				91%		54%
1993	210%	92%				118%	4,7%				97%		57%
1994	224%	102%				122%	4,9%				99%		58%
1995	226%	100%				126%	4,9%				100%		58%
1996	243%	110%				133%	4,9%				106%		60%
1997	267%	127%				140%	4,9%				111%		62%
1998	296%	152%				145%	4,9%			182%	117%		63%
1999	314%	167%				147%	5,1%			186%	116%	250%	78%
2000	326%	180%	206%	215%		147%	5,1%	8,4%	8,8%	188%	119%	251%	90%
2001	314%	168%	206%	214%		146%	5,1%	8,1%	8,4%	188%	119%	247%	91%
2002	309%	165%	205%	213%		145%	5,3%	7,5%	8,2%	191%	118%	242%	93%
2003	325%	182%	208%	217%		143%	5,4%	8,3%	9,2%	195%	116%	251%	95%
2004	324%	184%	207%	217%		141%	5,5%	8,4%	10%	194%	113%	258%	97%
2005	308%	169%	209%	220%		138%	5,6%	9,4%	11%	194%	113%	267%	101%
2006	328%	195%	203%	214%		133%	5,5%	8,9%	11%	189%	110%	262%	

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35	FZ38
2007	330%	203%	196%	208%		126%	5,2%	11%	12%	181%	105%	271%	
2008	283%	157%	189%	202%		126%	5,2%	6,6%	12%	184%	109%	252%	
2009	318%	185%	203%	216%		133%	5,6%	9,6%	14%	195%	113%	264%	
2010	310%	180%	200%	213%	329%	130%	5,6%	10,2%	13%	199%	107%	268%	
2011	280%	154%	194%		295%	127%	5,3%	8,1%		194%	105%	263%	
2012		170%			309%		6,8%	9,6%		196%		270%	
2013		173%			277%		6,8%	11%		192%		276%	
2014		143%			241%		6,6%	9,3%		190%		280%	

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, базы данных МВФ Principal Global Indicators, базы данных OECD.Stat, Докладов о глобальной финансовой стабильности МВФ, данных Всемирной федерации бирж (WFE), Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Института инвестиционных компаний (ICI).

В США, среди всех крупнейших развитых стран, процесс финансиализации в течение 1990 – 2014 гг. развивался наиболее последовательно и поступательно (см. рисунки 6 – 8). Даже после кризиса 2008 – 2009 гг. в США не наблюдается однозначного торможения процесса финансиализации. Напротив, некоторые показатели финансовой глубины в соотношении с ВВП усилили свой рост. В первую очередь это касается индустрии взаимных фондов, что, как представляется, является прямым следствием роста доли соотношения финансовых активов домохозяйств к располагаемым доходам в течение всего периода с 2008 по 2014 гг. Соответственно, рост относительной емкости фондового рынка (ставший ярко выраженным в 2012 – 2014 гг.) видится следствием именно этих факторов. В США, в отличие от мира в целом, локомотивом финансиализации после кризиса 2008 года остается небанковский сектор.

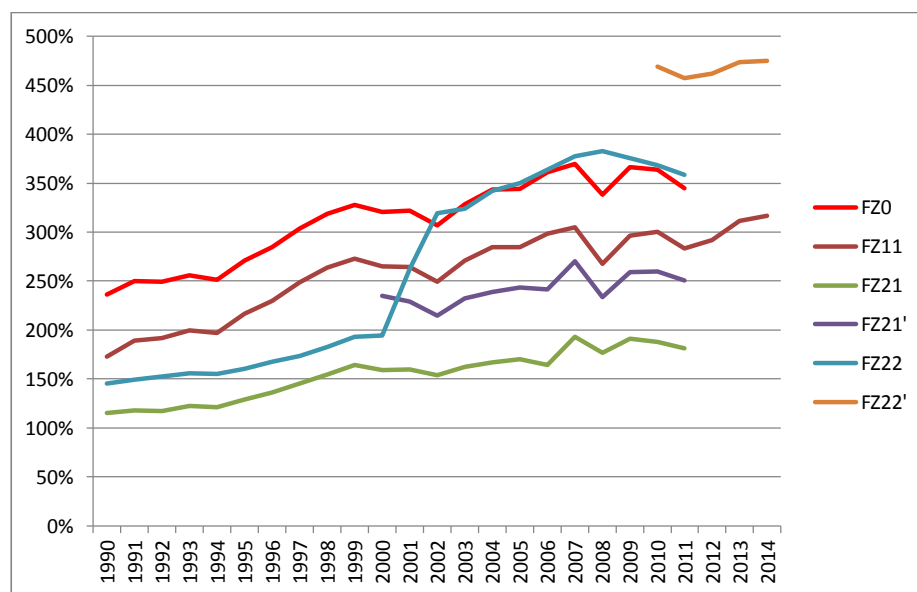


Рисунок 6 – Опережающее развитие финансового сектора в США, интегрирующие коэффициенты финансиализации (FZ0, FZ11, FZ21, FZ21', FZ22, FZ22')

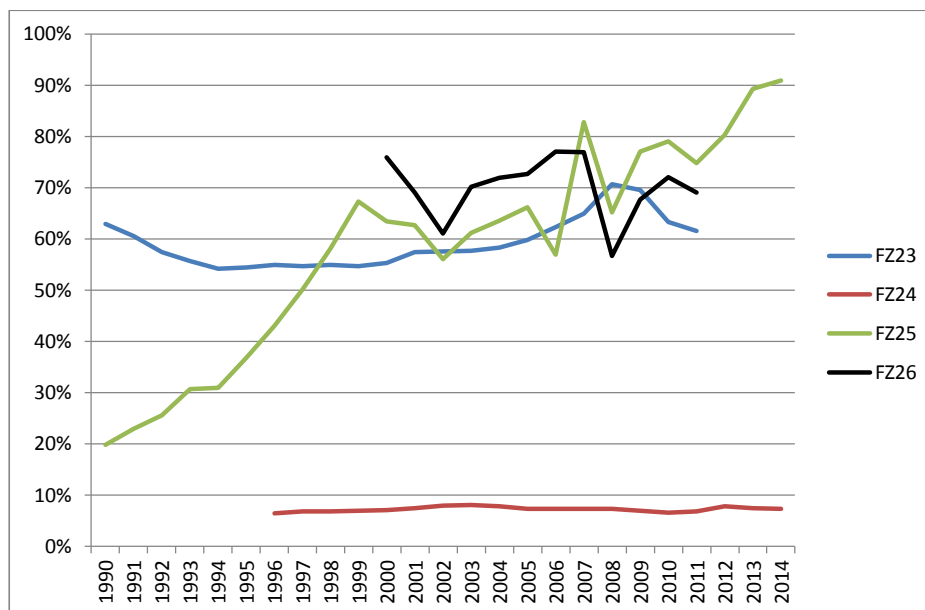


Рисунок 7 – Опережающее развитие финансового сектора в США, коэффициенты финансиализации, отражающие развитие отдельных институциональных сегментов финансового сектора

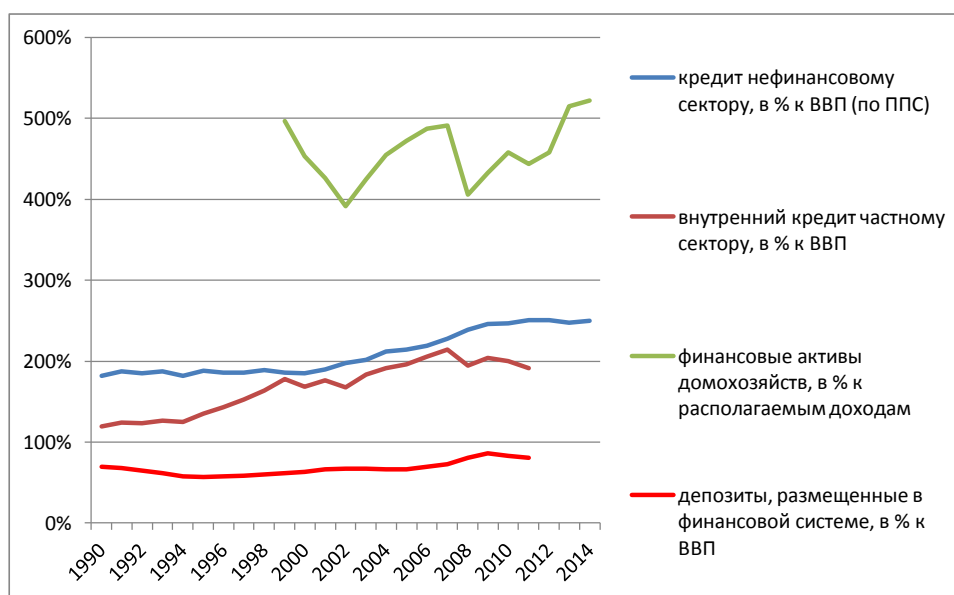


Рисунок 8 – Опережающее развитие финансового сектора в США, коэффициенты финансиализации, отражающие взаимодействие финансового сектора с другими секторами экономики

В отношении Великобритании нельзя сделать однозначного вывода о продолжении процесса опережающего развития финансового рынка после кризиса 2008 года. Во-первых, разные показатели ведут себя по-разному. Во-вторых, в отличие от США, по Великобритании меньшее количество рядов данных продлены после 2010 – 2013 гг. В этот период однозначный опережающий рост показал, как и в США, сектор взаимных фондов (с учетом иных институтов, созданных по английскому праву, но по экономической природе аналогичных взаимным фондам). Однако, в отличие от США, значительный опережающий рост взаимных фондов в 2008 – 2013 гг. вызвал рост опережающий рынков акций и облигаций лишь непосредственно сразу после кризиса, по итогам 2009 года, после чего наблюдается стабилизация с тенденцией к снижению соотношения емкости фондового рынка и ВВП.

До кризиса 2008 года в Великобритании наблюдался устойчивое опережение развития финансового сектора над общеэкономической динамикой.

Показатели, характеризующие развитие финансового сектора Японии, имеют определенное внутреннее противоречие. По данным GFDD, в течение 2000 – 2002 гг. произошло резкое увеличение стоимости активов небанковских финансовых организаций (с 63% до 288% ВВП), в то время как показатели стоимости активов основных небанковских сегментов финансового сектора Японии в этот же период демонстрировали либо стабильный уровень, либо снижение. Следует также отметить, что до 1997 – 1998 гг. часть показателей финансового развития в Японии не собирались, что значительно усложняет оценку темпов финансового развития. В целом до кризиса 2008 – 2009 гг. по Японии не прослеживается тенденции опережающего развития финансового сектора.

Начиная с 2007 – 2008 гг. наблюдается резкое изменение части показателей, характеризующих взаимодействие финансового сектора с другими секторами японской экономики. Резко растут соотношения между кредитом нефинансовому сектору и ВВП, между финансовыми активами

домохозяйств и располагаемыми доходами, а также монетизация экономики (М2 к ВВП). Как представляется, такое поведение данных показателей является прямым следствием пересмотра приоритетов финансово-экономической политики в Японии. На первый взгляд, нельзя связывать изменение этой политики с возвращением на пост премьер министра С Абэ. Разворот указанных показателей к росту произошел в 2007 (когда Абэ ушел с поста премьер-министра) – 2008 гг., в то время как возвращение Абэ на пост премьера состоялось в декабре 2012 года, и, соответственно, с этого же момента отсчитывается время реализации экономической политики, получившей название «абэномика». Но для более взвешенных заключений по этому поводу нужны дополнительные исследования.

После кризиса 2008 – 2009 гг. также демонстрировали опережающее развитие сектор взаимных фондов и фондовый рынок (впрочем, фондовый рынок рос опережающими темпами лишь в отдельные годы).

В Германии интенсивное опережающее развитие финансового сектора наблюдалось с 1992 (1993) г. по 2000 год. На наш взгляд, данный процесс был вызван реализацией программы «Финансовый центр Германия», ставшей образцом для многих национальных программ повышения глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков и формирования международных финансовых центров, реализованных в последующие 20 лет в различных странах. Данная программа оказалась исключительно эффективной, последствия ее реализации проявились, в том числе в интенсивном опережающем развитии финансового сектора Германии вплоть до 2000 года.

После 2000 года наблюдался обратный процесс – по большинству показателей соотношение емкости финансового сектора и экономики снижалось. Исключение составили лишь два сектора небанковских институтов – негосударственные пенсионные фонды и страховые компании. Соответственно, наблюдался также опережающий рост финансовых активов домохозяйств.

Кризис 2008 – 2009 гг. не оказал практически никакого влияния на финансиализацию. Те показатели, которые демонстрировали снижение после 2000 года, продолжали снижаться неизменным темпом и после 2008 года. Те показатели, которые после 2000 года продолжали рост, продолжили свой рост и после 2008 года. Можно указать лишь на два существенных исключения – после 2008 года ускорилось снижение соотношения емкости фондового рынка и ВВП, кроме того, наблюдалось резкое падение показателя банковских активов к ВВП по данным PGI.

Подводя итог анализу процессов опережающего развития финансового сектора в 4 крупнейших развитых странах, необходимо отметить на крайне резкий разброс характеристик – для каждой страны характерна своя, исключительно особенная картина данного процесса, различающаяся по периодам роста/падения показателей финансиализации, растущим или падающим сегментам и т.д.

3.3. Опережающее развитие финансового сектора в странах с крупнейшими развивающимися рынками

Относительная динамика развития финансового сектора стран с развивающимися финансовыми рынками проводилась по следующим странам (кроме уже упомянутых Кореи и Гонконга): Китай, Индия, Бразилия. Кроме того, была проведена оценка относительной динамики развития финансового сектора в России.

Результаты расчетов представлены далее в таблицах 8 – 12.

Таблица 8 - Коэффициенты финансиализации в Гонконге.

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ38
1990	108%	108%								161%	
1991	280%	137%	143%		143%					137%	
1992	293%	165%	128%		128%					130%	153%
1993	449%	320%	129%		129%					135%	146%
1994	349%	210%	139%		139%					144%	146%
1995	387%	237%	151%		151%					149%	154%
1996	464%	311%	153%		153%	3,2%				157%	155%
1997	431%	266%	164%		164%	3,3%				169%	154%
1998	423%	238%	185%		185%	3,7%			176%	167%	180%
1999	580%	407%	173%		173%	4,1%			164%	153%	199%
2000	564%	402%	346%	346%	162%	4,3%	184%		160%	150%	207%
2001	506%	338%	351%	365%	168%	5,3%	171%	14%	158%	149%	221%
2002	488%	322%	390%	406%	166%	6,2%	209%	17%	155%	146%	224%
2003	655%	489%	522%	540%	165%	7,4%	337%	18%	162%	146%	236%
2004	719%	558%	517%	540%	161%	8,7%	332%	23%	166%	145%	241%
2005	786%	629%	559%	584%	158%	9,2%	376%	25%	171%	143%	237%
2006	1086%	933%	431%	459%	153%	10%	248%	28%	174%	137%	246%

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ38
2007	1444%	1299%	568%	599%	144%	12%	387%	31%	184%	137%	262%
2008	799%	648%	474%	502%	151%	11%	287%	28%	188%	140%	285%
2009	1318%	1143%	653%	685%	175%	11%	433%	32%	191%	155%	303%
2010	1466%	1263%			203%	11%	519%	35%	223%	186%	300%
2011	1221%	995%			226%	11%	418%	33%	237%	202%	302%
2012		1174%				12%	481%		238%		
2013		1247%				14%	471%		264%		
2014		1233%				14%	454%		287%		

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, базы данных МВФ Principal Global Indicators, базы данных OECD.Stat, Докладов о глобальной финансовой стабильности МВФ, данных Всемирной федерации бирж (WFE), Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Института инвестиционных компаний (ICI).

Таблица 9 - Коэффициенты финансиализации в Корее.

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35	FZ38	FZ33
1990	94%	43%			59%	51%				125%	55%		33%	
1991	85%	34%			59%	51%				131%	54%		33%	
1992	88%	36%			60%	52%				135%	53%		34%	
1993	92%	42%			57%	49%	11%			139%	53%		33%	
1994	143%	93%			57%	49%	11%			143%	54%		33%	

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35	FZ38	FZ33
1995	133%	84%			56%	49%	12%			144%	53%		33%	
1996	126%	75%			59%	51%	11%			153%	57%		34%	
1997	99%	43%			64%	56%	13%			169%	63%		36%	
1998	182%	117%			75%	65%	12%			171%	69%		45%	
1999	206%	139%			77%	67%	11%			158%	75%		52%	
2000	161%	87%			83%	74%	11%	21%		151%	78%		60%	
2001	186%	105%			89%	80%	10%	24%		153%	112%		67%	111%
2002	197%	112%	143%	146%	93%	85%	10%	26%	3,2%	160%	123%		67%	114%
2003	215%	124%	144%	147%	98%	91%	9,3%	19%	3,2%	160%	121%		69%	111%
2004	243%	154%	149%	152%	96%	89%	9,2%	25%	3,2%	156%	116%		66%	109%
2005	269%	180%	149%	153%	97%	90%	10%	24%	3,8%	162%	122%		63%	111%
2006	284%	188%	154%	158%		96%	10%	20%	3,9%	177%	135%		62%	119%
2007	306%	206%	172%	176%		101%	11%	31%	3,9%	183%	144%		59%	122%
2008	249%	141%	174%	177%		108%	11%	24%	3,6%	200%	160%		60%	129%
2009	355%	243%	190%	194%		113%	11%	32%	4,1%	207%	156%		66%	136%
2010	337%	230%				107%	11%	26%	3,9%	204%	147%		68%	131%
2011	311%	206%				106%	12%	20%		211%	149%	317%	72%	131%

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ35	FZ38	FZ33
2012		232%					14%	24%		216%		326%		133%
2013		216%					11%	22%		220%		331%		134%
2014		200%					11%	22%		228%		344%		140%

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, базы данных МВФ Principal Global Indicators, базы данных OECD.Stat, Докладов о глобальной финансовой стабильности МВФ, данных Всемирной федерации бирж (WFE), Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Института инвестиционных компаний (ICI).

Таблица 10 - Коэффициенты финансиализации в Китае.

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ38
1990					75%					87%	18%
1991					78%					89%	20%
1992					76%	0,86%				87%	21%
1993					77%	0,98%				98%	22%
1994					77%	0,94%				87%	22%
1995					75%	0,98%			109%	85%	22%
1996	104%	23%			81%	1,06%			112%	90%	23%
1997	118%	29%			89%	1,37%			119%	98%	26%
1998	134%	33%			101%	1,36%			143%	106%	29%
1999	153%	43%			110%	1,43%			149%	111%	32%

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ38
2000	169%	55%			114%	1,49%			149%	112%	36%
2001	174%	58%			116%	1,81%			142%	111%	38%
2002	177%	55%			122%	2,4%			157%	119%	41%
2003	180%	53%			128%	2,6%			166%	127%	44%
2004	176%	49%			127%	2,5%			160%	120%	44%
2005	174%	53%			121%	2,4%			152%	113%	43%
2006	192%	78%			114%	2,4%			152%	111%	42%
2007	264%	155%	132%		109%	2,4%	12,4%		152%	107%	42%
2008	191%	81%	127%	127%	110%	2,9%	6,1%	0,58%	148%	104%	42%
2009	228%	106%	142%	143%	123%	3,0%	7,6%	0,74%	183%	127%	47%
2010	228%	97%			130%	3,4%	6,2%	0,70%	188%	130%	51%
2011	212%	80%			132%	3,0%	4,6%		188%	127%	50%
2012		83%				3,0%	5,3%		203%		
2013		80%				3,0%	5,0%		220%		
2014		94%				3,2%	6,8%		234%		

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, базы данных МВФ Principal Global Indicators, базы данных OECD.Stat, Докладов о глобальной финансовой стабильности МВФ, данных Всемирной федерации бирж (WFE), Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Института инвестиционных компаний (ICI).

Таблица 11 - Коэффициенты финансиализации в Индии.

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ38
1990					32%				99%	24%	31%
1991					32%				100%	23%	32%
1992					33%				102%	24%	34%
1993					33%	1,36%			101%	23%	34%
1994					33%	1,39%			98%	23%	34%
1995					32%	1,37%			96%	22%	33%
1996	91%	59%			32%	1,47%			93%	23%	32%
1997	90%	56%			34%	1,52%			95%	23%	35%
1998	88%	54%			35%	1,54%			96%	23%	37%
1999	98%	62%			36%	1,62%			101%	25%	38%
2000	97%	56%			41%	1,75%	2,9%		106%	28%	43%
2001	95%	51%			44%	2,03%	3,2%		112%	28%	45%
2002	104%	55%			49%	2,5%	4,0%		120%	32%	49%
2003	129%	77%			52%	2,5%	5,0%		121%	31%	50%
2004	141%	89%	69%	74%	52%	2,6%	4,6%	5,3%	124%	36%	49%
2005	155%	101%	72%	77%	54%	2,7%	4,8%	5,4%	126%	39%	50%
2006	178%	122%	75%		55%	2,9%	4,7%		127%	43%	51%

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ38
2007	244%	186%	82%		58%	3,6%	8,8%		126%	45%	54%
2008	153%	90%	85%		62%	4,0%	5,1%		128%	49%	59%
2009	206%	142%	89%		64%	3,8%	9,5%		130%	47%	61%
2010	202%	139%	88%		63%	3,8%	6,5%		127%	50%	60%
2011	152%	87%			65%	3,5%	4,7%		125%	50%	62%
2012		102%				3,5%	6,2%		127%		
2013		96%				3,5%	5,7%		127%		
2014		110%				3,4%	6,5%		126%		

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, базы данных МВФ Principal Global Indicators, базы данных OECD.Stat, Докладов о глобальной финансовой стабильности МВФ, данных Всемирной федерации бирж (WFE), Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Института инвестиционных компаний (ICI).

Таблица 12 - Коэффициенты финансиализации в Бразилии.

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ38	FZ33
1990					47%	45%					42%	24%	
1991					30%	30%					45%	14%	
1992					36%	36%					84%	19%	
1993					46%	46%					134%	23%	
1994					51%	50%	2,8%				70%	25%	

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ38	FZ33
1995					49%	47%	1,60%				44%	25%	
1996					53%	52%	1,35%				41%	28%	
1997					57%	56%	1,46%				41%	32%	
1998					59%	57%	1,46%			87%	30%	36%	
1999					60%	59%	1,37%			93%	30%	38%	
2000			91%	102%	64%	63%	1,39%	25%	11%	97%	32%	40%	
2001			92%	104%	64%	62%	1,41%	26%	12%	104%	30%	43%	48%
2002	159%	101%	87%	98%	60%	58%	1,54%	24%	11%	115%	31%	41%	47%
2003	192%	131%	96%	109%	62%	61%	1,75%	30%	13%	108%	29%	43%	49%
2004	200%	139%	99%	112%	63%	62%	1,88%	32%	13%	102%	29%	44%	50%
2005	206%	140%	106%	120%	68%	66%	1,92%	34%	14%	102%	31%	47%	54%
2006	222%	151%	107%	122%	80%	71%	2,0%	29%	15%	104%	40%	51%	57%
2007	268%	193%	127%	144%	92%	75%	2,1%	45%	16%	107%	48%	54%	60%
2008	186%	108%	114%	128%	95%	78%	2,2%	29%	14%	111%	53%	56%	62%
2009	274%	192%	140%	155%	102%	83%	2,3%	48%	15%	115%	49%	55%	67%
2010	254%	171%	138%	152%	104%	83%	2,3%	46%	14%	118%	54%	49%	67%
2011	232%	141%	142%	156%	110%	92%	2,4%	41%	14%	122%	61%	50%	70%

год	FZ0	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ23	FZ24	FZ25	FZ26	FZ31	FZ32	FZ38	FZ33
2012		156%					3,7%	48%		128%			75%
2013		141%					3,7%	45%		129%			75%
2014		127%					3,6%	42%		135%			80%

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, базы данных МВФ Principal Global Indicators, базы данных OECD.Stat, Докладов о глобальной финансовой стабильности МВФ, данных Всемирной федерации бирж (WFE), Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Института инвестиционных компаний (ICI).

Процесс опережающего развития финансового сектора в Гонконге выражен исключительно ярко, особенно в период до кризиса 2008 года. Несмотря на изначально высокий уровень финансиализации экономики Гонконга, соотношения между показателями емкости финансового сектора и размером экономики продолжали расти с высокими темпами. Кризис 2008 года привел к повышенной волатильности ряда показателей и стабилизации в течение 2009 – 2014 гг. показателя емкости фондового рынка. Но одновременно начало расти соотношение между стоимостью банковских активов и ВВП, продолжился рост небанковских сегментов финансового рынка Гонконга. Начиная с 2008 – 2009 года наблюдается резкий рост показателей кредит нефинансовому сектору (в % к ВВП) и внутренний кредит частному сектору (в % к ВВП), которые на протяжении предыдущих лет были относительно стабильны.

Высокие темпы опережающего развития финансового сектора свойственны и Корее на протяжении всего периода наблюдений с 1990 г. по 2014 г. Особенно быстро росли емкость фондового рынка и стоимость банковских активов, определяя высокие темпы опережающего развития активов всех корейских финансовых институтов. Однако соотношение стоимости активов небанковских финансовых организаций и ВВП оставалась в течение всего периода наблюдений на примерно одном уровне. К сожалению, недостаточность показателей после 2010 года не позволяет сделать однозначный вывод о продолжении роста всех ранее растущих показателей опережающего развития финансового сектора. Но показатели кредита нефинансовому сектору (в % к ВВП), монетизации экономики и соотношения финансовых активов домохозяйств к располагаемым доходам интенсивно росли после 2008 года в течение всех тех лет, по которым есть доступные данные.

Для Китая характерны высокая волатильность показателей, гипертрофированная роль банковской системы в рамках финансового сектора, отсутствие длинных рядов по большинству показателей

финансиализации. На основании имеющихся данных можно сделать вывод об опережающем развитии финансового сектора. Вместе с тем обращают на себя внимание периодическое возникновение таких фигур на графике показателей, которые могут свидетельствовать о формировании «пузырей» на отдельных сегментах финансового рынка Китая. Такая ситуация характерна для банковского сегмента с 1996 г. по 2003 г. и для рынка акций в 2006 – 2007 гг. Кризис 2008 года принципиально не изменил тренды основных показателей финансиализации. Однако вместе с тем наблюдался резкий рост показателя «кредит нефинансовому сектору» в период 2008 – 2014 гг. (рост с 148% ВВП до 234% ВВП), который, на наш взгляд, отражает резко усилившуюся в этот период стимулирующую денежную политику китайских властей.

В Индии все имеющиеся показатели свидетельствуют об опережающем росте финансового сектора в течение 1990 – 2014 гг. Однако, в отличие от Китая, не только банковский сегмент, но и все другие сегменты финансового рынка Индии характеризуются опережающим развитием. Нельзя говорить также о «пузыре» в ходе развития банковского сегмента, но «пузырь» на рынке акций в 2006 – 2007 гг. для Индии был также характерен. В отличие от Китая, Индия не проводила интенсивной стимулирующей политики после 2008 года (показатель кредит нефинансовому сектору в % к ВВП оставался стабильным в этот период), но при этом после кризиса в Индии продолжился весьма интенсивный опережающий рост банковских активов, а также опережающее развитие небанковских сегментов финансового рынка Индии.

В Бразилии опережающее развитие финансового сектора явно прослеживалось вплоть до 2008 года. Начиная с кризиса 2008 года с траектории опережающего развития постепенно начали сходить все больше и больше инструментных и институциональных сегментов финансового сектора Бразилии. С 2007 года наблюдается стабилизация уровня относительного развития сегмента негосударственных пенсионных фондов. С 2009 года наблюдается падение фондового рынка. С 2012 года началось

снижение относительной емкости банковского сегмента и сегмента взаимных фондов. Вместе с тем вплоть до 2014 года интенсивно росли показатели кредита нефинансовому сектору (в % к ВВП) и монетизации экономики.

3.4. Опережающее развитие финансового сектора в России

Расчеты уровня финансиализации и интенсивности опережающего роста финансового сектора в России были проведены по расширенному кругу показателей. Так, в дополнение к показателю FZ23 (стоимость активов депозитных банков к ВВП из базы данных GFDD) рассчитывался также показатель FZ23' (стоимость активов всех банков к ВВП). Другие показатели стоимости актив финансов организаций, предусматривающих суммирование активов различных типов финансовых организаций, также дублировались.

Результаты расчетов приводятся в таблицах 13 – 14.

Таблица 13 - Коэффициенты финансиализации в России (коэффициенты FZ0 – FZ26).

год	FZ0	FZ0'	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ22'	FZ23	FZ23'	FZ24	FZ25	FZ26
1994	14%		1%					12%				
1995	20%		5%					15%				
1996	29%		12%					17%		0,71%		
1997	72%	81%	53%					19%	29%	0,75%		
1998	44%	41%	22%					21%	19%	0,89%		
1999	67%	77%	47%					20%	30%	1,37%		
2000	57%	71%	39%					18%	32%	1,71%	0,07%	
2001	66%	79%	45%					21%	34%	2,53%	0,10%	
2002	75%	90%	52%					23%	38%	2,27%	0,11%	0,43%
2003	87%	106%	62%					24%	44%	2,56%	0,20%	0,75%
2004	81%	99%	56%					25%	44%	1,83%	0,23%	1,32%
2005	101%	119%	74%	30%	31%			27%	44%	1,27%	0,32%	1,57%
2006	140%	164%	110%	32%	34%	33%		30%	54%	1,51%	0,43%	1,97%
2007	151%	179%	116%	37%	39%	37%		35%	63%	1,46%	0,55%	1,89%
2008	72%	90%	33%	41%	42%	40%		39%	57%	1,34%	0,12%	1,19%
2009	127%	158%	79%	51%	53%	50%		49%	80%	1,32%	0,26%	2,01%
2010	124%	156%	79%	47%	49%	47%		45%	76%	1,20%	0,26%	1,96%

год	FZ0	FZ0'	FZ11	FZ21	FZ21'	FZ22	FZ22'	FZ23	FZ23'	FZ24	FZ25	FZ26
2011	103%	126%	57%	47%	49%	48%		46%	68%	1,19%	0,16%	1,97%
2012		141%	60%				90%		81%	1,29%	0,17%	2,5%
2013		141%	57%				93%		84%	1,36%	0,17%	3,0%
2014		113%	39%				81%		74%	1,38%	0,08%	2,1%

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, данных Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Московской биржи, Министерства финансов РФ, Банка России, ФСФР России, а также данных из прочих источников, собранных автором.

Таблица 14 - Коэффициенты финансиализации в России (коэффициенты FZ31 – FZ38).

год	FZ31	FZ32	FZ38	FZ33
1993		12%		
1994		12%	9%	
1995		9%	11%	
1996		8%	11%	
1997		11%	13%	
1998		16%	14%	
1999	140%	13%	12%	
2000	92%	14%	13%	22%
2001	81%	17%	15%	24%
2002	75%	18%	17%	26%
2003	68%	21%	18%	30%
2004	62%	24%	19%	31%
2005	56%	28%	21%	33%
2006	54%	32%	23%	38%
2007	62%	39%	27%	43%
2008	67%	42%	28%	39%
2009	74%	46%	36%	49%
2010	68%	44%	36%	51%
2011	69%	46%	38%	51%
2012	72%			52%
2013	80%			56%
2014	95%			60%

Рассчитано по данным: баз данных Всемирного банка World Database и DataBank, данных Банка международных расчетов (BIS), Swiss Re, Московской биржи, Министерства финансов РФ, Банка России, ФСФР России, а также данных из прочих источников, собранных автором.

Россия кардинально отличается от других стран с точки зрения проявления количественных параметров процесса финансиализации. Россия -

единственная из всех исследованных стран демонстрирует резкий опережающий рост финансового рынка до кризиса 2008 года и резкое снижение отдельных показателей динамики финансового рынка относительно общеэкономической динамики после кризиса 2008 года (см. рисунки 9 – 11).

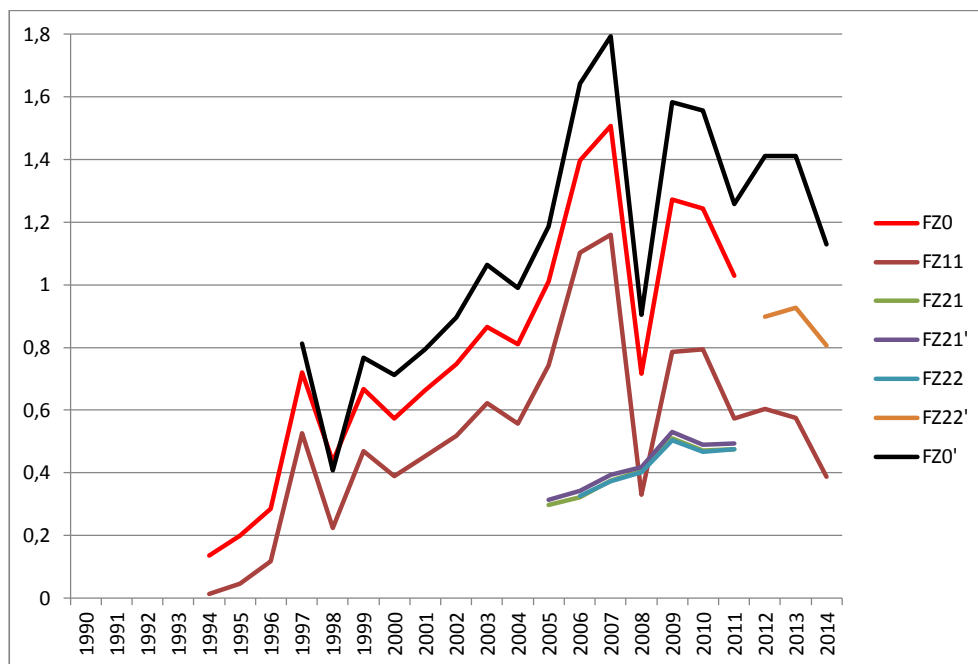


Рисунок 9 – Опережающее развитие финансового сектора в России, интегрирующие коэффициенты финансовализации (FZ0, FZ0', FZ11, FZ21, FZ21', FZ22, FZ22')

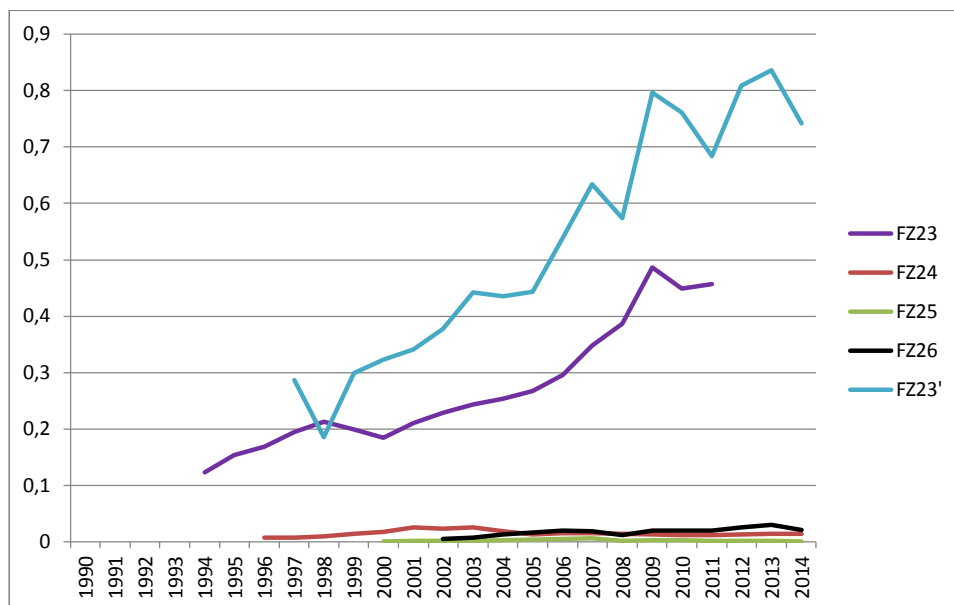


Рисунок 10 – Опережающее развитие финансового сектора в России, коэффициенты финансиализации, отражающие развитие отдельных институциональных сегментов финансового сектора

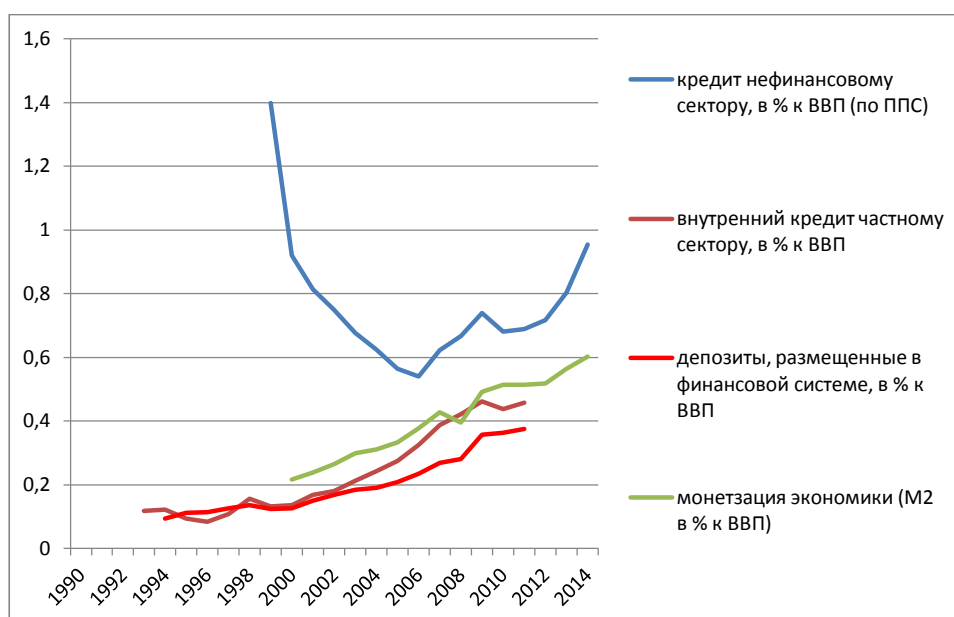


Рисунок 11 – Опережающее развитие финансового сектора в России, коэффициенты финансиализации, отражающие взаимодействие финансового сектора с другими секторами экономики

Единственный сегмент финансового рынка, продолживший опережающий рост в России после 2008 года – банковский сегмент. Прочие инструментные сегменты финансового рынка России остаются в недоразвитом состоянии, их емкость сопоставима со статистической погрешностью.

Заключение

В рамках проведенных работ нами были проведены расчеты показателей опережающего развития финансового сектора в глобальной экономике и в рамках крупнейших 10 развитых и развивающихся экономик (включая Россию). На основе полученных результатов были сделаны следующие выводы.

Первое. В течение последних 20 лет отсутствует сколь-нибудь четко выраженная тенденция к росту соотношения капитализации и ВВП на глобальном уровне, в то время как опережающее развитие долговых рынков, по крайней мере, до кризиса 2008 – 2009 гг. наблюдалось совершенно явно. Соответственно, опережающее развитие всего рынка эмиссионных ценных бумаг, наблюдавшееся до 2008 года, происходило за счет именно долгового сегмента.

Второе. За последние 20 лет кардинально изменились роль и место рынка производных финансовых инструментов в глобальной финансовой системе. Из сопоставимого (по объему стоимостных оценок обязательств, вытекающих из обращающихся инструментов) с фондовым спотовым рынком данный сегмент финансового рынка превратился в господствующий (с точки зрения характеристик финансовой глубины) сегмент современного глобального финансового рынка.

Третье. После кризиса 2008 года опережающее развитие финансового рынка замедлилось или прекратилось. Единственный сегмент финансового сектора, продолжающий расти опережающими темпами по сравнению с

экономикой – банковский сегмент. Однако его рост в большинстве случаев компенсируется снижением сегмента небанковских финансовых организаций.

Снижение характерно и для инструментных сегментов финансового сектора (рынкам акций и облигаций). При этом необходимо отметить, что рынок производных ценных бумаг также подчиняется общей закономерности – после кризиса 2008 года опережающего роста не наблюдается, более того, в сегменте производных финансовых инструментов наблюдается относительное (по отношению к мировому ВВП) и даже, в отдельные годы, абсолютное снижение емкости.

Сопоставление опережающего роста банковских активов и динамики показателей, характеризующих относительную динамику, по крайней мере, двух сегментов небанковских финансовых институтов, позволяет также сделать предположение о наличии ярко выраженного опережающего роста исключительно в банковском сегменте в течение периода 2006 – 2014 гг. Вывод об опережающем развитии небанковских финансовых институтов в этот период в глобальном масштабе не может быть сделан (по крайней мере, на основе имеющихся данных).

Четвертое. Теоретическая гипотеза о том, что по мере развития экономики финансовый сектор становится все более рыночно-ориентированным (market-based) также была проверена нами на статистическом материале путем сопоставления темпов роста соотношения банковских активов и ВВП, с одной стороны, и стоимости акций и облигаций в обращении и ВВП, с другой стороны. Данная гипотеза не получила своего подтверждения. Отношение банковских активов к ВВП растет весьма устойчиво в течение 2002 – 2013 гг., а изменение отношения стоимости ценных бумаг в обращении к ВВП в течение всего этого периода не проявляет явной тенденции к росту.

Пятое. Международные исследования свидетельствуют о неоднозначности влияния финансиализации на экономическое развитие

стран. Проведенные межстрановые исследования позволяют сделать вывод о U-образной зависимости уровня финансиализации и роста экономики. Критическим уровнем финансиализации является уровень, когда финансовые активы превышают 90% ВВП. После этого уровня вероятность того, что дальнейшее наращивание финансовых активов будет иметь отрицательный эффект на экономику, составляет более 50%. Если уровень финансиализации превышает 110% ВВП, то вероятность негативного эффекта на экономику превышает 75%.

Список использованных источников

1 World Bank. Finance For Growth. Policy Choices in a Volatile World. October 2001. World Bank.

2 Baker D., G. Epstein and R. Pollin. Introduction / D. Baker, G. Epstein and R. Pollin (eds). Globalization and Progressive Economic Policy, Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

3 G.Epstein. Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December. 2001.

4 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets. April 2014. - Washington, DC: International Monetary Fund, 2015.

5 Федоров Б.Г. Англо-русский банковский энциклопедический словарь. – СПб., Лимбус Пресс, 1995. 496 с.

6 Hayes S. L., Hubbard Ph.M. Investment Banking: A Tale of Three Cities. – Boston, Harvard Business School Press, 1990.

7 Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature Vol. XXXV (June 1997), pp. 688–726.

8 Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. NBER Working Paper No. 10766. September 2004. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w10766>

9 Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. NBER Working Paper Series. Working Paper 18946. – NBER, April 2013. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w18946>

10 Robert C. Merton. Financial Innovation and Economic Performance // Journal of Applied Corporate Finance. 1992. Volume 4, Issue 4, pages 12–22.

11 Robert C. Merton, Zvi Bodie. The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. 2004. NBER Working Paper No. 10620.

12 Financial Globalization: Retreat or Reset? Global Capital Markets 2013. - McKinsey Global Institute, March 2013.

13 Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine. Financial Structure and Economic Growth: Perspectives and Lessons / Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development. – Mass.: MIT Press, 2004. – 436 P.

14 King, R. G. and R. Levine. Financial Intermediation and Economic Development. / Financial Intermediation in the Construction of Europe, Eds: C. Mayer and X. Vives, London: Centre for Economic Policy Research, 1993. P. 156-189.

15 Levine, Ross, 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence," in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), Handbook of Economic Growth, edition 1, volume 1, chapter 12, pp. 865–934.

16 Demirgüç-Kunt, Asli, and Ross Levine, 2008, "Finance, Financial Sector Policies, and Long Run Growth," M. Spence Growth Commission Background Paper, No 11, World Bank, Washington, DC.

17 Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2001). Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development. Cambridge, MA: MIT Press.

18 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Law and Finance. // Journal of Political Economy. 1998. # 106. P. 1113 – 1155.

19 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Legal Determinants of External Finance. // Journal of Finance. 1997. # 52. P. 1131 – 1150.

20 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. NBER. WP # 7428. 1999. P. 3, 17.

21 Н. Розанова, А. Назаренко. Влияние фондового рынка на экономическую динамику в модели перекрывающихся поколений. // Вопросы экономики. 2007. № 4.

22 Ratna Sahay, Martin Čihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe, Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Svirydzhenka, and Seyed Reza Yousefi. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. – IMF Staff Discussion Notes (SDN 15/08), May 2015.

23 Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2012. “Too Much Finance?” IMF Working Paper 12/161, International Monetary Fund Washington

24 Aizenman, Joshua, Yothin Jinjarak, and Donghyun Park. 2015. “Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis.” NBER Working Paper 20917 National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

25 Boris Cournède, Oliver Denk, Peter Hoeller. Finance and Inclusive Growth. OECD Economic Policy Paper. June 2015 No. 14. – OECD, 2015.

26 Rajan R., Zingales L. Financial Dependence and Growth. // The American Economic Review. 1998. Vol. 88. # 3. P. 559 – 586;

27 Rioja, F. and Valev, N. (2004), "Does one size fit all? A reexamination of the finance and growth relationship," Journal of Development Economics, 74(2), 429–447.

28 Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes and Ugo Panizza. Too Much Finance? IMF Working Paper WP/12/161. June 2012.

29 De Gregorio, Jose, and Pablo Guidotti. 1995. "Financial Development and Economic Growth." *World Development* 23 (3): 433–48.

30 Rajan, Raghuram. 2005. "Has Financial Development Made the World Riskier?" NBER Working Paper 11728, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

31 Katsiaryna Svirydzenka. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper WP/16/5 – IMF, January 2016.

32 Paul M. Sweezy (1997). More (or Less) on Globalizaion. // *Monthly Review* 49, # 4.

33 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Law and Finance. // *Journal of Political Economy*. 1998. # 106.

34 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Legal Determinants of External Finance. // *Journal of Finance*. 1997. # 52. P. 1131 – 1150.

35 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. NBER. WP # 7428. 1999.

36 Rajan R., Zingales L. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century // *Journal of Financial Economics* 69 (2003) Pp. 5–50.

37 Зингалес Л., Раджан Р. Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей. – М.: Институт комплексных стратегических исследований, 2004.

38 Рубцов Б.Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики. В кн.: *Финансовые институты и экономическое развитие* / Отв. ред. Д.В.Смыслов. – М., ИМЭМО РАН, 2006.

39 Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002.

40 Cameron R., Crisp O., Patrick H.T., Tilly R. Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study of Comparative Economic History. – NY: Oxford University Press, 1967.

41 White W.R. Should Monetary Policy ‘Lean or Clean’? Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper No. 34. August 2009.

42 С.М. Дробышевский, П.В. Трунин. Эволюция теории и практики денежно-кредитной политики в результате глобального экономического кризиса. // Журнал Новой экономической ассоциации, 2014, № 4 (24), с. 141–158.

43 Raghuram G. Rajan. Has Financial Development Made The World Riskier? NBER Working Paper 11728. November 2005. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w11728>

44 Раджан Р.Г. Линии разлома: скрытые трещины, все еще угрожающие мировой экономике. – М: Изд-во Института Гайдара, 2013.

45 Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, (2000), "A New Database on Financial Development and Structure," World Bank Economic Review 14, 597-605.

46 Thorsten Beck, Asli Dermiguc-Kunt, Ross Levine The Financial Structure Database / Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development. – Mass.: MIT Press, 2004.

47 Martin Cihak, Asli Dermiguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, «Benchmarking Financial Systems Around the World», Policy Research Working Paper, World Bank, August 2012.

48 Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. NBER Working Paper Series. Working Paper 18946. – NBER, April 2013. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w18946>

49 Demirguc-Kunt, Asli; Klapper, Leora; Singer, Dorothe; Van Oudheusden, Peter. 2015. The Global Findex Database 2014: measuring financial inclusion around the world. Policy Research working paper; no. WPS 7255.

Washington, D.C.: World Bank Group.
<http://documents.worldbank.org/curated/en/2015/04/24368699/global-findex-database-2014-measuring-financial-inclusion-around-world>

50 Robert Brenner (2004), 'New Boom or New Bubble?' // New Left Review 25, Jan–Feb 2004.

51 Экономика инвестиционных фондов. Под общ. ред. А.Д.Радыгина / А.Е. Абрамов, К.С. Акшенцева, М.И. Чернова и др. – М., Дело, 2015.

52 Буклемишев О.В., Данилов Ю.А. Экономическое лидерство и “лидерская рента” // Мировая экономика и международные отношения. 2015. № 10. С. 5-17.

53 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. 2002 – 2016 (полугодовые доклады).