

УДК 336.76:338.124.4

**Вопросы устойчивости финансовых рынков в рамках современного цикла****Ахметов Р.Р.**

Кандидат экономических наук,  
доцент кафедры финансового менеджмента  
Казанского государственного финансово-экономического института

*В статье рассматриваются факторы роста неустойчивости мировых финансовых рынков. Показано, что в основе этого процесса наряду с внутренними причинами лежат и внешние, к которым отнесён рост непроизводительного сектора экономики. В статье затронуты также вопросы наращивания акционерного капитала как потенциального источника финансовой цикличности на фондовых рынках.*

*Ключевые слова: финансовые рынки, непроизводительный сектор экономики, рост капитализации фирмы, производительность труда, неустойчивость финансового рынка.*

После последнего кризиса в мировой экономике, последствия которого продолжают до сих пор в виде депрессии во многих странах мира, проблема устойчивости мировой финансовой системы стала одной из наиболее обсуждаемых в научной и периодической литературе. Выяснилось, что финансовая сфера является, если не определяющей, то в значительной степени, генерирующей и иницирующей риски, неустойчивость и даже кризисы. Такое положение финансовой сферы обусловлено местом и формой организации мировых финансовых рынков.

Современная экономика построена на масштабном внешнем финансировании. Так, если в начале 2000-х гг. в основные фонды российской экономики направлялось более 40 % общего объёма инвестиций, то к 2008 г. их доля сократилась более чем в 2 раза (до 18-19 %). Вложения же в финансовые активы увеличились почти до 80 %. [1, с. 5] Такая модель воспроизводства позволяет быстро получить дополнительные ресурсы для экономического роста компании. Но в то же время она весьма неустойчива, так как характеризуется высокой изменчивостью денежных потоков на финансовых рынках.

В структуре мирового и национального общественного продукта чрезвычайно развита непроизводственная (ещё точнее – непроизводительная) сфера, к числу которой относятся и финансовые услуги. В структуре валового национального продукта потребление услуг занимает до половины всего объёма.

В США в 2009 г. потребление услуг в два раза превосходило потребление товаров и почти в 6 раз – объём частных инвестиций в бизнес (см. табл. 1). Кроме того, по данным некоторых исследователей (Б. Мултон, К. Мозес), темпы роста в сфере услуг в последние 20-25 лет недооценивались на 0,5-1 % в год. Происходит наращивание общего объёма производства информационных продуктов, знаний и других нематериальных ценностей. Одним из следствий быстрого развития непроизводительного сектора стало раздувание стоимостных пузырей. В частности, помимо собственно финансового рынка, раздувались и рынки недвижимости. Подъём котировок ценных бумаг позволял владельцам активов привлекать больший объём кредитов, финансируя за счёт этих ресурсов всё более затратные проекты, в том числе вложения в жилищное строительство и другую недвижимость. Рост цен и объёмов на рынке недвижимости был особенно наглядно заметен на фоне последующего падения (см. рис. 1 и 2).

В основе формирования «пузырей» лежит денежно-кредитная система, не связанная с материальной базой. Оторванность и обособленность от реальной экономической основы имеет двойственную почву. Во-первых, большая часть новейших финансовых инструментов имеет фиктивный характер: они не несут почти никакой смысловой нагрузки для реальных экономических процессов, но имеют значение для финансово-спекулятивных процессов. Это позволяет им существовать независимо от какой-либо

Таблица 1

Структура ВВП США по использованию в 2009 году, млрд.долл. [2]

	ВВП, весь объём	Личные потребительские расходы, в том числе			Частные инвестиции, в том числе		
		весь объём	расходы на товары	расходы на услуги	весь объём	в основной капитал	изменения в объёме запасов
В текущих ценах	14258,7	10092,6	3257,6	6835,0	1622,9	1747,9	- 125,0
Изменение за год, в %	1,2	0,2	- 2,4	1,5	- 0,8	- 1,3	
В постоянных ценах 2005 г.	12988,7	9237,3	3143,7	6090,5	1522,8	1646,7	- 111,7

транзакции приходилось 1,5 трлн.долл.; 2,5 трлн.долл., т.е. несравненно большая часть приходилась на операции с форвардами, свопами и другими деривативами [4].

В ходе экономической

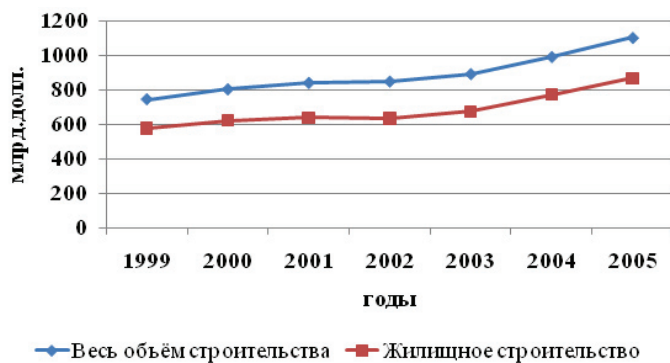


Рис. 1. Объёмы нового строительства в США, млрд. долл. [3]

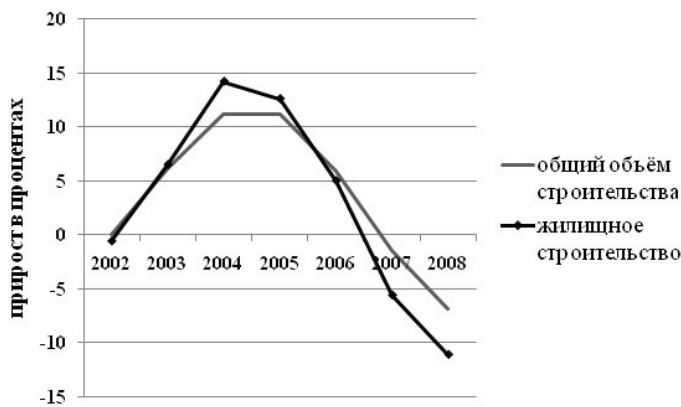


Рис. 2. Темпы изменения строительства в США, в % [3]

материальной основы и расти непредсказуемо высокими темпами.

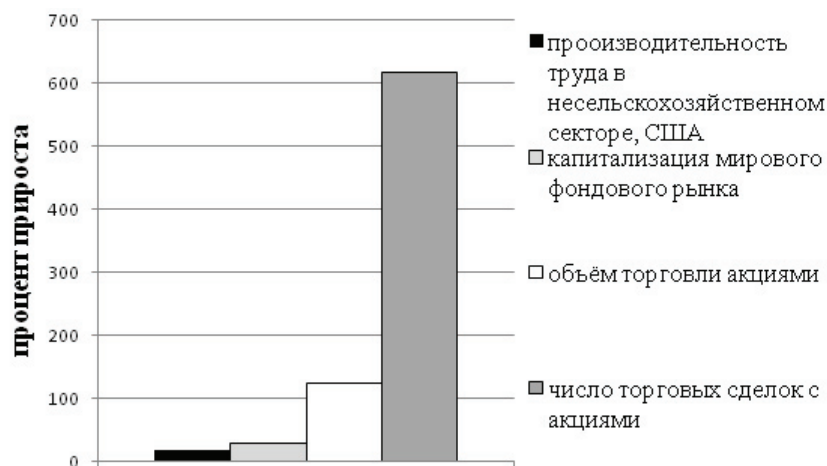
Во-вторых, огромный слой общества занят не производством материальных благ и услуг, а перераспределением созданных денег. Необходимость потребления во всё более растущих масштабах ведёт к инфляционному давлению со стороны спроса и необходимости увеличения капитала и богатства непроизводительными путями – вложениями в финансовые активы.

Существуют определённые внутренние факторы роста финансовых рынков. Во-первых, рынки росли сами по себе, исторически. Например, среднесуточный оборот самого большого рынка FOREX в апреле 2010 г. составлял почти 4 трлн.долл. США, в 1998 г. – 1,7 трлн.долл. Из этих 4 трлн.долл. на спотовые

глобализации произошёл процесс формирования единого финансового мегарынка. Функционирующие ранее относительно самостоятельные рынки различных финансовых активов превратились в структурные элементы единого мирового финансового рынка. Интегрированность различных секторов рынка в его глобальную форму во многом обусловлена развитием финансовых инноваций и новых финансовых инструментов, о которых упоминалось выше. Сквозной и вневременной характер современных финансовых операций приводит к стиранию границ между рынком денег и рынком капиталов. Объединение рынков означает и постепенное объединение финансовых рисков и увеличение их в результате синергетического эффекта, содержащегося в природе самого финансового рынка и усиливающегося при объединительных процессах в любой динамической системе.

Внутренняя идеология финансового рынка построена на парадигме увеличения стоимости акций компании. Данная парадигма основана на безоговорочной вере в положения неоклассической теории эффективных рынков и рациональных ожиданий. Согласно ключевым положениям этих теорий финансовые рынки оценивают активы по реальной стоимости, исходя из всей доступной информации. Текущая цена на эффективных рынках устанавливается так, что оптимальный прогноз относительно доходности ценной бумаги равен равновесному значению доходности этой бумаги. Цены на таких рынках всегда справедливы, а ожидаемые цены всегда оптимальны, поскольку сами ожидания рациональны.

На основании этого серьёзную трансформацию претерпела целевая функция бизнеса. Ключевым ориентиром развития корпорации в последние два десятилетия стал рост капитализации. Между тем стремление к максимизации цены своих акций вступает в противоречие с реальным основанием экономического прогресса – повышением производительности труда. В 2000-е гг. производительность труда росла значительно медленнее, чем стоимость



**Рис. 3. Сравнительные темпы роста производительности труда и динамики мирового фондового рынка в 2002-2008 гг. [2; 5]**

акционерного капитала и объемы фондовых рынков (см. рис. 3).

Это противоречие косвенно подтверждается следующими данными. За последнее десятилетие XX века номинальная прибыль на вложения в акции американских компаний составила 400 % (с учётом инфляции – 250 %), в то время как корпоративные прибыли за те же 10 лет выросли лишь в 2 раза [6, с. 130]. Для хорошей отчётности и поддержания текущего роста капитализации важнее не производственные показатели корпораций, а слияния и поглощения, ведущие к быстрому увеличению объёма активов и росту стоимости акций.

Подход с позиции максимизации «цены фирмы» и оптимизации инвестиционного портфеля обеспечивал устойчивый и долгосрочный рост стоимости ценных бумаг компании и улучшение положения отдельной корпорации на финансовом рынке, но в масштабах всего рынка это не снижало, а скорее увеличивало риски. В теории экономической динамики доказано, что модель оптимизации дисконтирования суммы полезностей при соответствующем выборе функций полезности и значений ставки дисконтирования может генерировать любые траектории развития, удовлетворяющие техническим ограничениям. Таким образом, в теории рыночного равновесия обнаруживается необозримая множественность равновесных состояний. Это означает, на деле, не снижение, а наоборот возрастание неустойчивости. При современном устройстве финансового рынка можно говорить об имманентной неустойчивости, носящей не только конъюнктурный, но в определенной мере и циклический характер.

Цикличность финансовых рынков не имеет прямой материальной основы, но подтверждается рядом предпосылок. К числу таковых мы относим возможность раздувания финансово-кредитных пузырей вследствие роста непроизводительного сек-

тора экономики, массового распространения новейших финансовых инструментов и технологий, обладающих повышенными рисками, погоню за максимизацией цена акций публичных компаний.

#### Литература:

1. Замараев Б., Ключевская А., Назарова А., Суханов Е. Экономические итоги 2008 года: конец «тучных» лет // Вопросы экономики. – 2009. – № 3. – С. 4-25.
2. BEA News Release, January 29, 2010. U.S. Dep. of Commerce – URL: [www.bea.gov](http://www.bea.gov).
3. Economic Indicators, December 2009 // Joint Economic Committee. – Wash., 2009. – URL: [www.gpoaccess.gov](http://www.gpoaccess.gov).
4. Triennial central Bank Survey, BIS, Dec.2010 – URL: [www.bis.org](http://www.bis.org).
5. WFE 10 Years in Review (2000-2009) // World Federation of Exchanges. – 2010. – URL: <http://www.world-exchanges.org>.
6. Экономика США / Под ред. В. Супяна. – СПб.: Питер, 2003. – 651с.

**Some Aspects of Stability of Financial Markets  
Within a Framework of Modern Cycle**

*R. Akhmetov*

*The Kazan State Finance and Economics Institute*

*The article studies the factors of increase of instability of world financial markets. The author demonstrates that this process has been caused by internal as well as external factors, for instance, development of institutional sector of economics. The article also refers to some aspects of accumulation of stock capital as a potential source of business cycle in stock markets.*

*Key words: financial markets, institutional sector of economics, accumulation of business entity's capital, labour efficiency, instability of the financial market.*

