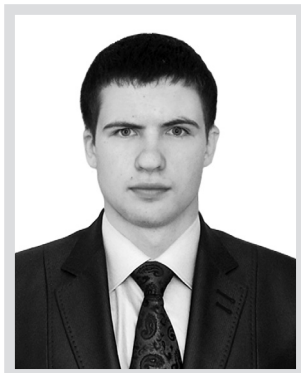


УДК 339.544

Особенности национальной экономики России в условиях глобальной финансиализации воспроизводства товаров и услуг в контексте хеджирования финансовых рисков компаний



Юрченко В.Э.

Аспирант Департамента мировых финансов факультета международных экономических отношений Финансового университета при Правительстве Российской Федерации (Москва)

В статье рассматриваются особенности российской экономики в условиях глобальных тенденций по финансиализации структуры воспроизводства товаров и услуг вследствие структурных дисбалансов мировой финансовой системы. Дана укрупнённая характеристика указанных дисбалансов, раскрыты механизмы их влияния на поведение экономических субъектов. Исследованы индивидуальные черты национальной экономики, которые в своём дуализме накладываются на глобальные трансформации, а также показаны их практические последствия.

Обоснована острота проблемы финансовых рисков в современной обстановке и необходимость управления ими, в том числе посредством хеджирования на фондовом рынке.

Ключевые слова: глобальные дисбалансы, финансиализация экономики, особенности национальной экономики России, финансовые риски, хеджирование, фондовый рынок

В начале XXI в. наиболее остро стали заметны тенденции растущей финансиализации мировой экономики и трансформаций модели воспроизводства товаров и услуг: происходят структурные изменения в механизмах и стратегиях инвестирования в производство, финансирования непосредственно производственного процесса [1].

В классической экономической теории воспроизводство товаров и/или услуг обеспечивается инвестициями за счёт собственных средств собственников бизнеса или нераспределённой прибыли предприятия. Если речь идёт о долговых источниках, то это, как правило, обеспеченное долговое финансирование. Однако в современной кредитной модели экономики инвестиции в подавляющем большинстве случаев осуществляются с использованием различного рода долговых инструментов, в том числе беспроцентного квазикредитования поставщиками, а в некоторых случаях даже необеспеченных займов или кредитных линий. Данная тенденция в целом характерна как для развитых, так и для развивающихся экономик [2].

Среди многих последствий вышеописанных структурных дисбалансов стоит выделить рост финансовых рисков субъектов национальной экономики и возникающую в связи с этим необходимость управления ими.

Общая характеристика и механизмы структурных дисбалансов воспроизводства товаров и услуг

Изменение структуры воспроизводства произошло под воздействием структурных дисбалансов в мировой экономике, которые возможно объединить в две укрупнённые категории: дисбаланс между потреблением и накоплением (кредитный дисбаланс), а также дисбаланс глобального долга и внешнего финансирования (инвестиционно-кредитный дисбаланс).

В первом случае речь идёт о всё более распространённой практике использования кредитных средств для стимулирования потребления благ без предварительного сбережения за счёт широкого использования долговой ликвидности, финансовых инноваций и разнообразия инструментов на международном финансовом рынке.

Второй дисбаланс приводит к делению участников мировой экономики на кредиторов и заёмщиков, обуславливая возникновение своеобразного порочного круга длящихся перекосов в национальных экономиках и неравномерного развития финансовых рынков (в особенности – фондового), что лишь ускоряет однонаправленные международные потоки основных факторов производства.

Важно отметить, что существенная величина долга в структуре капитала компаний и, следовательно, высокая важность будущих поступлений выручки и прибыли в требуемом объёме в заданный момент времени в будущем приводят к тому, что риск и неопределённость становятся одними из ключевых критериев при принятии инвестиционных решений. Стремительная глобализация и развитие международной торговли с присущими ей операциями по обмену валют дополнительно увеличивают важность учёта финансовых рисков при планировании деятельности компаниями-экспортёрами [3].

Таким образом, в условиях структурных деформаций воспроизводственной модели экономические субъекты сталкиваются со всё возрастающими финансовыми рисками в своей деятельности. Так как отдельные компании, а зачастую и национальные экономики не могут их устранить, они вынуждены либо по возможности избегать их проявления, либо уменьшать пагубное влияние в случае реализации.

Для выстраивания эффективной системы управления рисками, в том числе в части хеджирования с использованием производных финансовых инструментов, необходимо понимать источники их возникновения, пути практической реализации, а также национальную специфику экономики и финансового рынка.

Особенности российской экономики в дополнение к глобальным дисбалансам воспроизводственной модели

Российская экономика в целом функционирует в логике систем рыночного типа, где объёмы производства и цены на товары и услуги регулируются механизмом баланса спроса и предложения, а в функции государства входит исключение перекосов и провалов рынка, а также законодательное регулирование защиты прав экономических субъектов и реализация антимонопольной политики. Также экономика России достаточно интегрирована в мировую с учётом страновых особенностей структуры внутреннего валового продукта и развитости денежно-кредитной сферы. Таким образом, на неё в том числе распространяется действие ранее описанных дисбалансов через механизмы роста количества кредитных денег и процессов абсорбции избыточной ликвидности, в том числе с использованием финансового рынка и рынка производных финансовых инструментов как его составляющей.

Тем не менее у российской экономики есть ряд характерных черт, которые вынуждают финансовые институты и компании учитывать их при планировании своей деятельности [4].

К ключевым из них возможно отнести:

- существенную долю доходов от экспорта углеводородов в совокупном экспорте и ВВП страны и, соответственно, «нефтяных» налогов в государственном бюджете;
- определённую волатильность курса рубля к основным резервным валютам;
- относительно высокую прибыльность банковского сектора, сдерживающую развитие предприятий реального сектора;
- наличие политически мотивированных иностранных санкций и ограничений на торговлю и финансовые операции по ряду важных направлений.

Весомая доля нефтегазовой составляющей в национальном экспорте свидетельствует о не до конца реализованном потенциале развития в России технологичных обрабатывающих производств, а также остальных сфер экономики с высокой добавленной стоимостью – информационной, биотехнологической и так далее (рис. 1). Частично это вызвано ростом мировых цен на энергоносители и, как следствие, номинальной стоимости сырьевого экспорта, однако это не отменяет актуальности задачи по увеличению диверсификации доходов бюджета от продаваемых за границу товаров.

Существенная доля сырьевого экспорта снижает диверсификацию налоговых поступлений в национальный бюджет, уменьшая его устойчивость, а также в некоторой степени может уменьшить инвестиционную привлекательность остальных сфер экономики. Это может вызвать их недофинансирование как со стороны государства, так и в части частных инвестиций, что негативно сказывается на конкурентоспособности экономики в целом. Высокая важность финансовых результатов нефтяных и газодобывающих компаний приводит к чрезмерному фокусу на них при реализации государственных

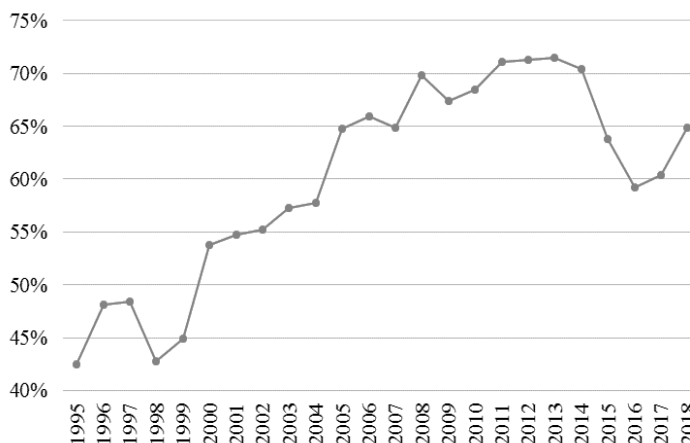


Рис. 1. Доля минеральных продуктов в общем экспорте России [5]

мер регулирования экономики и выстраивании денежно-кредитной политики. Кроме этого, нефтедобывающий сектор становится одним из основных «платёжеспособных» потребителей инноваций, косвенно замедляя технологическое развитие остальных сфер.

Степень относительной волатильности рубля возможно оценить, рассчитав изменчивость обменного курса рубля и ещё ряда валют (евро, фунт стерлингов, франк) к некоему эталону, например, доллару США, используя выражение:

$$Vol = \frac{\left| \frac{RUR_{n+1}}{RUR_n} \right|^1}{\left| \frac{CUR_{n+1}}{CUR_n} \right|^2}, \quad (1)$$

где *Vol* – годовая волатильность рубля относительно иной валюты по отношению к базовому активу (доллар США);

RUR – среднегодовой обменный курс рубля к базовому активу (доллар США) за *n*-й год;

CUR – среднегодовой обменный курс иной валюты к базовому активу (доллар США) за *n*-й год;

n – финансовый год.

Результаты расчётов представлены на рисунках 2 и 3.

Итоги вычислений свидетельствуют, что за период с января 2000 г. по ноябрь 2020 г. рубль в среднем был:

- в 10 раз волатильнее, чем евро;
- в 11 раз, волатильнее чем швейцарский франк;
- в 25 раз более изменчив, чем британский фунт стерлингов.

Высокая волатильность обменного курса национальной валюты оказывает влияние на финансовые результаты компаний и усиливает процентный риск ввиду учёта кредиторами данной особенности в величине ставок займов, либо степени залогового покрытия обязательств.

Помимо этого, для России в ряде случаев специфична относительно высокая прибыльность банковского сектора в целом, что также является сдерживающим фактором развития реального сектора экономики. На фоне кризисных явлений 2020 г. средняя депозитная ставка в крупнейших российских банках (3,9 % годовых) в среднем в 2,5 раза ниже ставки по кредитам (9,3 % в год), что является рекордом кредитного спреда за последние двадцать лет [6]. Несмотря на то что частично данный спред имеет под собой основание в форме роста операционных расходов финансовых организаций и требований регулирующих органов к повышению страховых резервов в условиях пандемии *COVID-19*, тем не менее он в виде дополнительных кредитных издержек переносится на клиентов финансовых организаций.

В части санкционных ограничений можно констатировать, что, несмотря на их неэкономическую природу возникновения, они влияют на риск-климат отечественной экономики через механизмы эскалации финансовых рисков (ценового, валютного и процентного) субъектов национальной экономики.

За период с 2013 г. по настоящее время под те или иные формы санкционного давления попали 455 физических лиц и 551 юридическое лицо [7]. Примечательно, что в некоторых случаях ограничения касаются компаний, являющихся в своих сферах ключевыми игроками на международном рынке, что заставляет смотреть на санкционные ограничения в том числе как элемент недобросовестной конкуренции в мировом масштабе. Как правило, санкции подразумевают законодательные ограничения для резидентов стран – субъектов санкционной политики на совершение сделок купли/продажи товаров и услуг, долговое финансирование, техническое сотрудничество либо реализацию различных совместных проектов. Кроме того, на территории стран или политических блоков, которые ввели санкции, может осуществ-

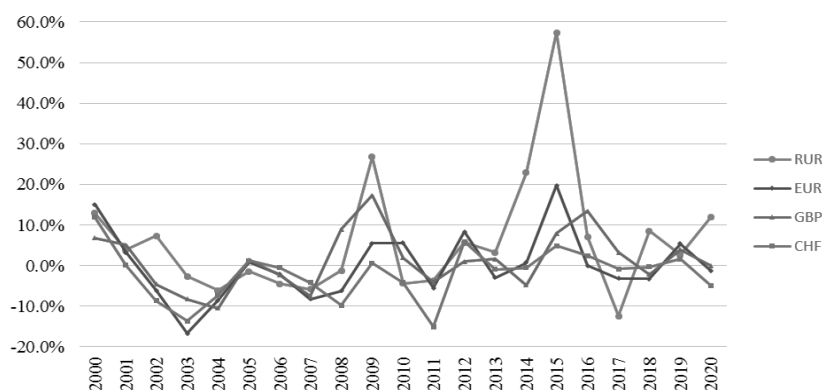


Рис. 2. Волатильность среднегодовых валютных курсов²

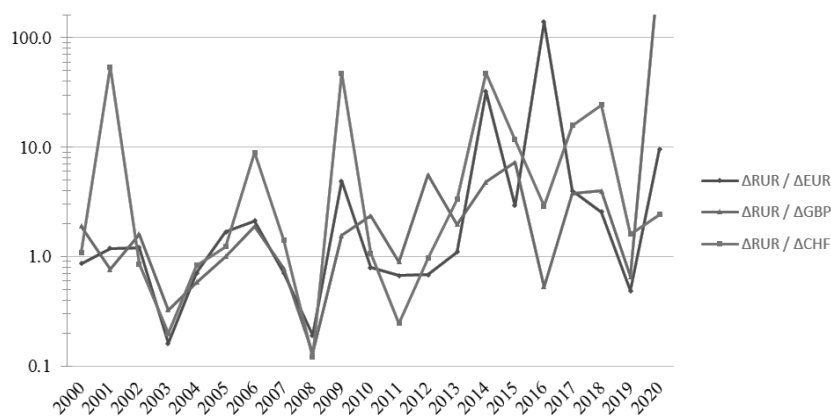


Рис. 3. Соотношение волатильностей среднегодовых курсов рубля и ряда резервных валют²

¹ Разработка автора.

² Разработка автора на основе данных биржевых торгов.

вляться блокировка счетов и/или иных активов объектов ограничений. Таким образом, в числе прочего формируются дополнительные предпосылки к росту финансовых рисков для отечественной экономики. В условиях ограничений определённое число международных контрагентов могут отказываться от контрактов, поставок сырья и/или оборудования, закупок готовой продукции и услуг, а инвесторы, опасаясь распространения санкций на финансовые институты, имеют стимулы для вывода капиталовложений в менее конфронтационные юрисдикции. Всё это, в свою очередь, увеличивает волатильность национальной валюты (зачастую ослабляя её), повышает ставки кредитов для заёмщиков (так как круг потенциальных кредиторов сужается, а ставки займов растут в условиях отсутствия альтернатив и увеличения неопределённостей), а в ряде случаев влечёт и ценовой риск в форме роста стоимости сырья или оборудования при поиске бизнесом и госкомпаниями новых поставщиков.

Стоит отметить, что в целом российская экономика адаптировалась к санкционному давлению, в существенной мере минимизировав негативное влияние ограничений, однако данный аспект необходимо учитывать при планировании бизнеса, особенно в части внешнеэкономической деятельности, как одну из национальных особенностей в текущем отрезке времени.

Практические последствия особенностей национальной экономики в контексте дисбалансов воспроизводства товаров и услуг

В существующих условиях понятна осторожность экономических субъектов при осуществлении кредитования, а также стремление нарастить сбережения и иные активы с целью уменьшить риск банкротства. Сложная и многофакторная экономическая обстановка вынудила многие компании достаточно сдержанно подходить к прогнозам результатов своей деятельности в будущих периодах, принимая консервативные предпосылки по росту выручки и продаж продукции или услуг [8].

Однако, если в части внешнего государственного долга России политика его сдерживания Правительством и ЦБ результативна (см. табл. 1), то корпоративная задолженность выглядит существенной в том числе на фоне национального ВВП (см. рис. 4).

Несмотря на отсутствие перегрева в национальной экономике, задолженность юридических лиц перед

Таблица 1

Государственный внешний долг РФ [9]

Параметр	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Внешний долг России, млн долл. США	50 129	51 271	51 172	47 148	54 164

контрагентами выше объёма имеющейся в их распоряжении ликвидности, что отражено в таблице 2.

В отсутствии вышеописанных особенностей – по сути, сдерживающих факторов – можно было бы ожидать ещё больший разрыв между задолженностью и величиной собственных средств юридических лиц. Ввиду данного консерватизма для отечественно бизнеса более существенны валютный и ценовой риски, тогда как хеджирование процентного риска осуществляется реже, чем в большинстве западных стран [10].

Если говорить о физических лицах, то их сбережения превосходят обязательства по кредитам, однако в последние годы заметна тенденция по уменьшению данного разрыва, доказывающая, что в современных экономических реалиях превалирование сбережений над тратами обусловлено неоднозначной экономической ситуацией в будущем, а не является рациональным выбором (табл. 3). Неуверенность в будущих доходах сдерживает потребительские расходы и готовность использовать

Таблица 2

Собственные средства и кредиты юридических лиц РФ [11]

Параметр	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Собственные средства юридических лиц, трлн руб.	10	14	18	18	19	23
Кредитная задолженность юридических лиц, трлн руб.	24	30	35	36	37	40

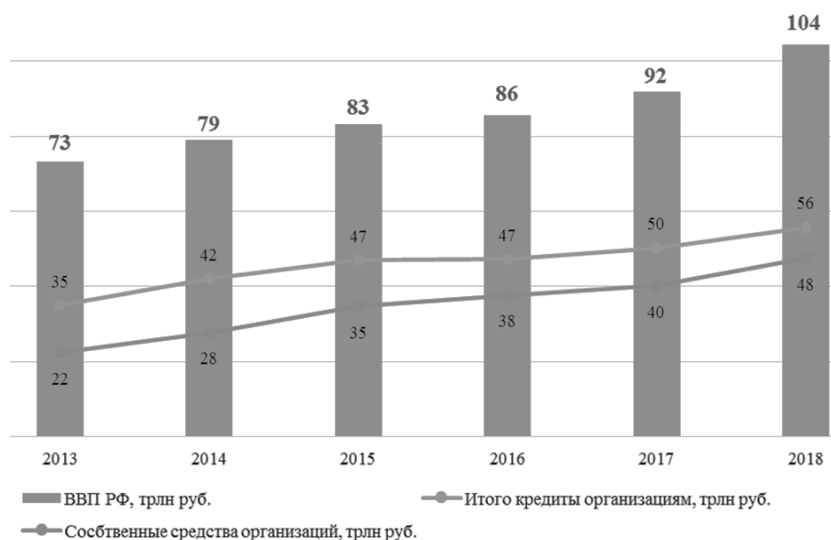


Рис. 4. Ликвидность юридических лиц в сравнении с ВВП РФ [11]

Таблица 3

Собственные средства и кредиты физических лиц РФ [11]

Параметр	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Депозиты физических лиц, трлн руб.	14	17	20	21	24	27
Кредитная задолженность физических лиц, трлн руб.	12	12	12	13	16	19
Рост депозитов ФЛ, г/г	15 %	21 %	15 %	8 %	13 %	10 %
Рост кредитов ФЛ, г/г	16 %	-6 %	1 %	11 %	22 %	19 %

кредитные средства для финансирования дорогих покупок. Эта сберегательная модель, с одной стороны, препятствует быстрому росту закредитованности, однако также затрудняет рост экономики из-за относительно низкого совокупного спроса.

Таким образом, в силу национальной специфики, в отечественной экономике степень диспропорции между кредитными средствами и сбережениями ниже, чем в среднем в развитых странах [12], однако наблюдаемые тенденции вполне соответствуют общемировой динамике.

Заключение

В условиях финансиализации мировой экономики большинство компаний учитывают эту нестабильность в своей деятельности через таргетирование на должном уровне различных финансовых ковенант (маржинальность по *EBITDA*, отношение чистого долга к активам и так далее) для поддержания конкурентоспособности на кредитном рынке.

Одним из последствий является увеличение финансовых рисков для всех участников экономических отношений, то есть значительно возрастает важность будущих поступлений доходов, платежей по обязательствам, причём не только в части объёма, но также и в требуемый момент времени. Поэтому происходит обострение проблемы финансовых рисков – ценового, валютного и процентного.

Несмотря на определённый консерватизм в национальной экономике, в России разрыв между сбережениями и кредитами не так велик, как в развитых экономиках западного полушария, а в структуре инвестиций в производство весомую роль занимают собственные средства компаний. Можно наблюдать тенденцию по возрастанию доли кредитных ресурсов в совокупном объёме финансирования. Таким образом, российская практика также следует в рамках глобальных тенденций. Соответственно, для отечественных субъектов экономики нивелирование финансовых рисков (ценового, валютного, процентного) становится насущной проблемой. Их хеджирование перестаёт быть необязательной опцией, а в современных условиях роста дисбалансов и глобализации, национальных особенностей экономики России должно стать неотъемлемой составляющей финансовой стратегии большинства компаний, в том числе из реального сектора экономики.

Литература:

1. Пищик В.Я. Институциональные механизмы регулирования дисбалансов в ЕВС // Экономика. Налоги. Право. – 2018. – № 6. – С. 131-142.
2. Юрченко В.Э. Современные сдвиги в сфере воспроизводства товаров и услуг: доминирование потребления над сбережениями // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. Научное обозрение. – 2020. – № 2 (27). – С. 41-45.
3. Юрченко В.Э. Государственная поддержка экспорта в России: финансовые инструменты и правовое регулирование // Экономика и управление: проблемы и решения. – 2020. – Вып. 8. – Т. 1 (104). – С. 36-43.
4. Елисеев Д.О., Наумова Ю.В., Лебедева А.В. Сберегательный потенциал населения России: проблемы и перспективы развития // Региональные проблемы преобразования экономики. – 2013. – № 4. – С. 30-39.
5. Данные ФТС России. – URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/11193> (дата обращения: 12.01.2021).
6. Сидоров М.С. Ставки по кредитам превысили проценты по вкладам в разы // Ведомости. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2020/08/24/837618-stavki-kreditam> (дата обращения: 16.11.2020).
7. Сапронова Ю.Н., Линделл Д., Антипова А., Ткачёв И. Семь лет санкций против России. Главное // РБК. – URL: <https://www.rbc.ru/politics/23/09/2020/5bffb0f09a79470ff5378627> (дата обращения: 19.11.2020).
8. Ткаченко Р.В. Бюджетная политика Российской Федерации в 2014-2017 годах: от рецессии экономики к ее восстановлению // Актуальные проблемы российского права. – 2018. – № 3 (88). – С. 61-66.
9. Министерства финансов России – URL: https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/external/structure (дата обращения: 09.02.2021).
10. Каляева Е.В. Валютный риск: возможность его оценки и хеджирования в современных условиях // Финансы и кредит. – 2009. – № 27. – С. 70-81.
11. Центрального банка России. – URL: <https://www.cbr.ru/statistics> (дата обращения: 09.02.2021).
12. Dhanani A., Fifield S., Helier C., Stevenson L. The management of interest rate risk: evidence from UK companies // Journal of Applied Accounting. – 2008. – Vol. 9. – P. 52-70.

**Features of the National Economy of Russia in the Conditions
of Global Financialization of the Reproduction of Goods and Services
in the Context of Hedging the Financial Risks of Companies**

Iurchenko V.E.

Financial University under the Government of the Russian Federation

The article examines the features of the Russian economy in the context of global trends in the financialization of the structure of reproduction of goods and services due to structural imbalances in the world financial system. An enlarged characteristic of these imbalances is given, the mechanisms of their influence on the behavior of economic entities are revealed. The individual features of the national economy, which in their dualism are superimposed on global transformations, are investigated, and their practical consequences are shown.

The acuteness of the problem of financial risks in the modern environment and the need to manage them, including through hedging in the stock market, have been substantiated.

Key words: global imbalances, financialization of the economy, peculiarities of the national economy of Russia, financial risks, hedging, stock market

