

УДК 336.1

### МЕНЯЮЩАЯСЯ РОЛЬ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В ЭКОНОМИКЕ США: ОТ ПОСРЕДНИЧЕСТВА К ДОМИНИРОВАНИЮ

© 2014 г. **Т.В. Евдокимова\***  
НИУ ВШЭ, Москва

*В статье описывается трансформация роли финансового сектора в американской экономике во второй половине XX – начале XXI века. Анализируя деятельность финансового сектора США, автор показывает, что в результате структурных изменений данный сектор перестал выполнять главным образом посреднические функции и стал играть доминирующую роль во многих социально-экономических процессах.*

**Ключевые слова:** *финансовый сектор, кредитование, ипотека, секьюритизация, индустрия управления активами, спекулятивная торговля на финансовых рынках.*

Роль финансового сектора в американской экономике в последние несколько десятилетий существенно трансформировалась. В значительной степени возросла доля заёмных ресурсов в финансировании потребления домашних хозяйств и деятельности компаний. Изменился состав клиентов финансового сектора, расширился круг компаний, ведущих финансовую деятельность, а влияние финансовых рынков распространилось на новые социально-экономические сферы. С появлением новых финансовых продуктов (производных финансовых инструментов, CDO, CDS\*\* и др.) изменились подходы к оказанию привычных финансовых услуг и стали доступны новые виды услуг. Развитие механизма секьюритизации снизило прозрачность распределения рисков в системе, создав предпосылки для срабатывания эффекта домино в случае ухудшения качества банковских кредитов, лежащих в основе продуктов секьюритизации. В целом, финансовые рынки и компании финансового сектора заняли существенно более важное положение в экономике США.

В то же время в последние три десятилетия компании финансового сектора перестали ограничиваться выполнением исключительно посреднических функций, направляя всё более значительные объёмы доступных им ресурсов на спекулятивные операции, не способствующие экономическому развитию страны. Таким образом, во второй половине XX – начале XXI века прослеживаются две тенденции. С одной стороны, взаимодействие между финансовым и нефинансовым секторами экономики стало более тесным и значительно более

---

\* **ЕВДОКИМОВА Татьяна Владимировна** – аспирантка НИУ-ВШЭ.  
E-mail: tatiana.v.evdokimova@gmail.com

\*\* CDO – Collateralized Debt Obligations (ценные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами). CDS – Credit Default Swap (страховка от дефолта по долгам).

важным. С другой стороны, в последние десятилетия наблюдается некоторое обособление финансового сектора за счёт развития направлений деятельности, практически никак не связанных с обслуживанием реального сектора экономики (упомянем, например, о спекулятивной торговле ценными бумагами).

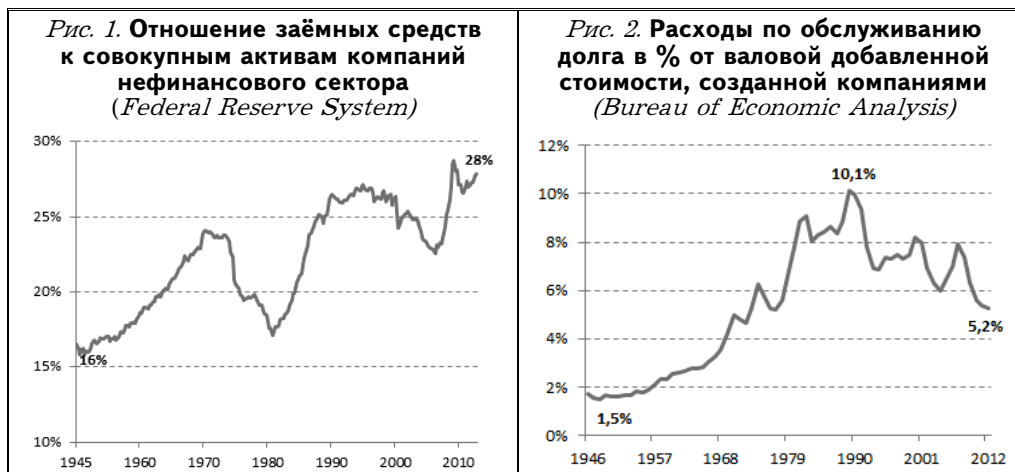
Регулирование финансового сектора в США было ужесточено в середине 1930-х годов после потрясений «Великой депрессии». Принятые в этот период законы ограничили рамки функционирования финансового сектора, исключив из деятельности коммерческих банков спекулятивные операции на финансовых рынках, ограничив уровень процентных ставок по депозитам и усовершенствовав регулирование торговли на финансовых рынках. В сложившихся условиях достаточно жёсткого контроля до начала 1980-х годов финансовый сектор в основном выполнял посреднические функции и обеспечивал нужды прочих секторов экономики, занимая по отношению к ним подчинённое положение.

Но в 1980-е годы, на волне ослабления регулирования, компании финансового сектора получили возможность вести деятельность, не связанную с ролью посредника между различными экономическими агентами. Расширение круга доступных видов деятельности, появление новых типов компаний финансового сектора, находящихся вне регулятивного поля, ослабление требований к капиталу в финансовом секторе и другие проявления дерегулирования способствовали росту финансового сектора и концентрации в нём прибыли. В результате к концу XX века финансовый сектор перестал занимать подчинённое положение по отношению к другим секторам американской экономики, что проявилось в ряде тенденций, описываемых в данной статье.

### **Масштабы взаимодействия финансового и реального секторов экономики**

По мере расширения финансового сектора США в XX и начале XXI века степень вовлечённости данного сектора в экономику США в целом постепенно усиливалась. Неотъемлемым элементом работы компаний нефинансового сектора стало использование услуг банков и других финансовых посредников для осуществления ежедневных расчётно-кассовых операций, для управления ликвидностью и для оптимизации структуры финансирования своей операционной и инвестиционной деятельности. Развитие бизнеса нефинансовых компаний стало всё в большей степени опираться на привлечение долгового финансирования как через коммерческие банки, так и на финансовых рынках. Данная тенденция может быть проиллюстрирована динамикой (1) увеличения соотношения заёмных и собственных средств (финансовый рычаг) в структуре финансирования компаний с 16% в середине XX века до 28% в начале 2013 г. (см. рис. 1); (2) возрастания доли заёмных ресурсов в структуре затрат на инвестиционные проекты с 5–10% в 1920-х – 1930-х годах до 20–30% после 1960-х годов [6, р. 16]; (3) увеличения доли платежей нефинансовых компаний в рамках обслуживания их долгов (см. рис. 2).

Долговое финансирование стало более востребованным американскими нефинансовыми компаниями в силу ряда обстоятельств: (1) расширения деятельности американских институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных фондов и др.), являющихся важным источником «длинных денег»;



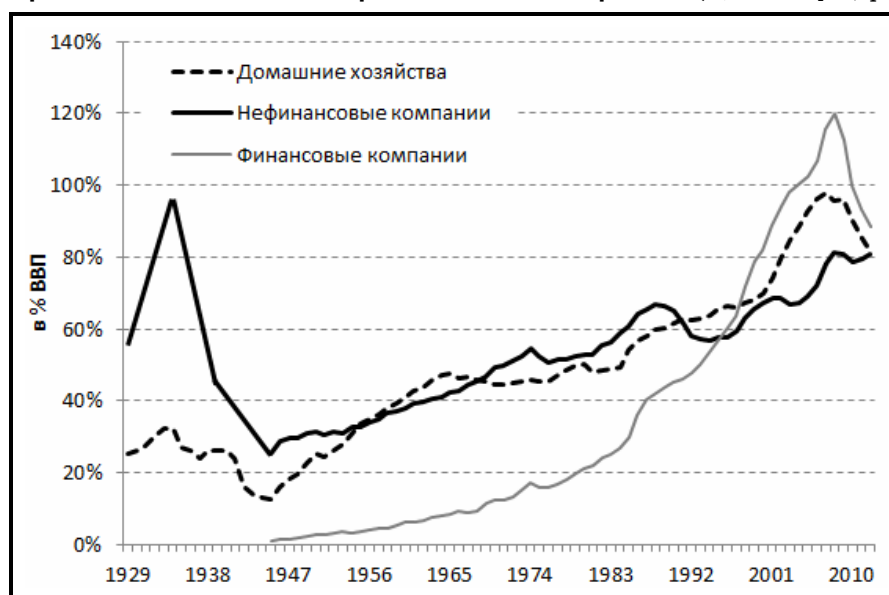
(2) последовательного увеличения ставки налога на прибыль в 1940-х–1950-х годах [5] (база налогообложения по данному налогу может быть уменьшена за счёт платежей по обслуживанию долга); (3) снижения долговой нагрузки государственного сектора в 1950–1970 годах и, как следствие, высвобождения финансовых ресурсов для инвестиций в долговые обязательства частного сектора [6, с. 3]; (4) увеличения популярности сделок по выкупу компаний с привлечением заёмного финансирования (*leveraged buyout*) в США во второй половине 1980-х годов [17, р. 6]; (5) удешевления заёмных ресурсов в начале 2000-х годов на фоне политики низких процентных ставок, проводившейся ФРС.

Негативным побочным следствием более тесного переплетения деятельности американских компаний и финансового сектора стало болезненное реагирование американской экономики на проблемы, возникающие в финансовом секторе. В условиях, когда финансирование инвестиционной деятельности компаний в значительно большей степени зависит от заёмных средств, стабильное состояние финансового сектора и бесперебойное функционирование механизмов кредитования стали неотъемлемыми условиями продолжения устойчивого развития американской экономики. **Доступность кредитных ресурсов выступает в настоящее время важнейшим фактором экономического роста в США и находится в центре внимания монетарных властей при принятии решений относительно мер денежно-кредитной политики.**

### Изменение структуры клиентов финансового сектора

Если в первой половине XX века финансовый сектор США был преимущественно ориентирован на кредитование нефинансовых компаний, то, начиная с середины XX века, появление новых банковских продуктов и развитие механизмов секьюритизации способствовали постепенному расширению масштабов кредитования и физических лиц. В результате долговая нагрузка домашних хозяйств возросла с 25% ВВП накануне «Великой депрессии» до почти 100% ВВП к началу финансового кризиса в 2007 г. В середине 1950-х годов совокупная задолженность домашних хозяйств впервые превысила значение аналогичного показателя для нефинансовых компаний (см. рис. 3).

Рис. 3. Динамика накопленных долговых обязательств домашних хозяйств, нефинансовых компаний и финансового сектора США, % ВВП [12, р. 3]



*Federal Reserve System.*

Динамика задолженности домашних хозяйств в XX веке во многом объясняется состоянием рынка ипотечного кредитования (см. рис. 4), в развитии которого можно выделить несколько этапов:

1) До середины 1940-х годов незначительная величина рынка из-за невыгодных условий кредитования\*; основной объём ресурсов финансового сектора направлялся на кредитование компаний нефинансового сектора.

2) Стремительный рост рынка ипотеки после войны и до начала 1960-х годов на фоне улучшения условий кредитования и развития вторичного рынка благодаря созданию таких государственных учреждений как Корпорация кредитования домовладельцев и Федеральная национальная ипотечная ассоциация, известная как «Фанни Мэй» (*Fannie Mae*).

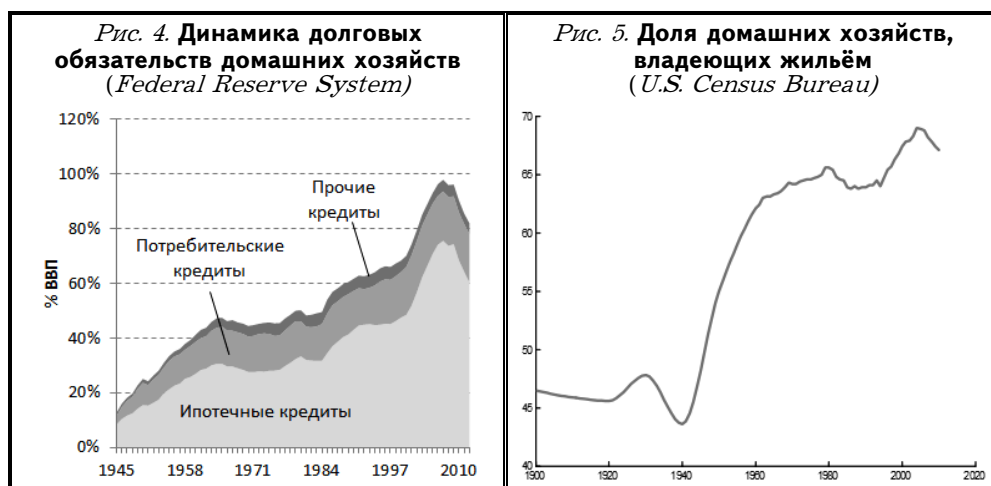
3) Стабилизация рынка с начала 1960-х годов до середины 1980-х в условиях высокой инфляции, повышающей риски долгосрочных вложений для банков.

4) Расширение рынка с середины 1980-х годов до середины 1990-х годов благодаря развитию механизмов секьюритизации при участии государственных ипотечных агентств (Государственной национальной ипотечной ассоциации «Джинни Мэй» (*Ginnie Mae*), уже упомянутой «Фанни Мэй» и Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита «Фредди Мэк» (*Freddie Mac*)).

5) Резкий рост рынка за счёт массового предоставления кредитов низкокачественным категориям заёмщиков (*subprime borrowers*) с начала 2000-х годов до появления первых признаков ипотечного кризиса в 2007 году.

Ещё одним следствием увеличения масштабов кредитования домашних хозяйств во второй половине XX века стало изменение структуры валового

\* Значительный первоначальный взнос (до 50% от стоимости дома), как правило плавающая ставка процента, непродолжительный срок до погашения кредита (5–10 лет) и выплата большей части основной суммы долга в конце срока (*balloon mortgage*) вместо равномерного распределения платежей в течение всего срока кредита. [7, р. 94; 3].



внутреннего продукта и основных источников его роста. Если в период с 1930 по 1940 г. 55% роста ВВП было обеспечено вкладом частного потребления, то в течение десятилетий, окончившихся соответственно в 1970 г., 1990 г. и 2010 г., вклад частного потребления в рост ВВП составил 63%, 67% и 83%.

Таким образом, превращение домашних хозяйств в основного клиента финансового сектора внесло свой вклад в трансформацию структуры американской экономики и модели её функционирования. Развитие ипотечного кредитования способствовало формированию обширного класса домовладельцев в США и поддерживало высокие темпы роста строительной отрасли. Опережающий рост частного потребления, подкрепленный возросшей доступностью кредитных ресурсов, сопровождался постоянным снижением нормы сбережений американских домохозяйств. Отставание темпов роста промышленного производства от темпов роста потребления в США спровоцировало значительное увеличение американского импорта, что в свою очередь усугубило глобальные дисбалансы в мировой экономике.

Примечательно, что новые финансовые инструменты, появившиеся в последние три десятилетия, а также наблюдавшееся в это же время совершенствование механизмов секьюритизации оказали наибольшее влияние именно на кредитование физических лиц. В отличие от корпоративных кредитов, условия которых зачастую устанавливаются индивидуальным контрактом для каждой компании с учётом множества факторов (отраслевой принадлежности, финансовых показателей, стадии развития, инвестиционных планов и т.п.), банковские продукты для физических лиц характеризуются более высокой степенью стандартизации. Это упрощает процесс объединения таких кредитов в пулы с прогнозируемыми денежными потоками. Таким образом, новая модель фондирования, сформировавшаяся во второй половине 1980-х годов и опирающаяся на привлечение средств широкого круга инвесторов при посредничестве финансовых рынков, в первую очередь стимулировала кредитование домашних хозяйств.

Возможность перераспределения рисков посредством секьюритизации привела к тому, что кредиты стали доступны даже не вполне кредитоспособным заёмщикам, а банковский сектор получил дополнительную прибыль, расширив

число своих клиентов. **Финансируя покупку жилья даже малообеспеченными слоями населения, финансовый сектор в решающей степени поспособствовал распространению в американском обществе «модели жизни в кредит» и сокращению предельной нормы сбережений, которая к началу кризиса стала отрицательной.** В обществе, которое нуждается в постоянном привлечении заёмного финансирования, финансовый сектор естественным образом стал доминирующим. Дальнейшее расширение объёма доступных заёмных ресурсов за счёт механизма секьюритизации лишь закрепило такое доминирование.

### **Эволюция процесса кредитования в США**

Вследствие описанного выше бурного роста долговой нагрузки домашних хозяйств, последние постепенно перестали выполнять функцию стабильного источника финансовых ресурсов, которые могут быть перенаправлены финансовым сектором на кредитование прочих экономических агентов. По оценкам экспертов МВФ [2, с. 9], к 1992 г. обязательства домашних хозяйств перед финансовым сектором превысили их активы. Данные изменения вынудили финансовый сектор постепенно перейти к новой модели фондирования, основанной на привлечении средств с финансовых рынков в рамках механизма секьюритизации. В результате долговые обязательства финансового сектора многократно возросли (рис. 3). По сравнению с серединой 1970-х годов в середине 2000-х годов отношение долга финансового сектора к ВВП увеличилось в 6 раз – с 20% ВВП до пика в 120% ВВП.

Примечательно, что по мере роста общего уровня долговой нагрузки финансового сектора постоянно увеличивались взаимные обязательства компаний внутри данного сектора. Постепенно с развитием так называемой альтернативной банковской системы (*Shadow Banking System*), фондирование финансового сектора стало преимущественно зависеть от операций между многочисленными типами финансовых учреждений, которые участвуют в процессе финансового посредничества на различных этапах. Постепенно важным источником ресурсов для кредитования американской экономики стали облигационные займы федеральных ипотечных агентств и продажа ценных бумаг, выпускаемых в процессе секьюритизации. Параллельно в структуре пассивов финансового сектора сокращалась доля такого традиционного источника фондирования, как срочные и сберегательные депозиты (15% пассивов в 2012 г. по сравнению с 35% в начале 1970-х годов).

Таким образом, в течение XX века финансовый сектор, ранее преимущественно обеспечивавший трансформацию сбережений домашних хозяйств в кредитные ресурсы для нефинансовых компаний, стал важным самостоятельным источником финансовых ресурсов, генерируемых в ходе цепочки многочисленных операций в рамках альтернативной банковской системы. Уменьшение зависимости объёмов кредитования от сберегательной активности домашних хозяйств также свидетельствует о возросшей самостоятельности финансового сектора. В то же время вовлечение в процессы кредитования большого числа финансовых учреждений, формирующих альтернативную банковскую систему и находящихся за пределами существующей системы финансового регулирования, провоцирует накопление рисков и повышает вероятность нарушения механизмов кредитования.

## **Изменение структуры услуг, оказываемых финансовым сектором США**

В последние десятилетия структура добавленной стоимости, созданной в финансовом секторе США, претерпела некоторые изменения. Как видно из рисунка 6, развитие инвестиционно-банковской деятельности внесло значительный вклад в рост финансового сектора. За 30 лет, предшествовавших кризису конца 2000-х годов, доля финансового сектора в добавленной стоимости возросла на 2,5%-ных пункта. Из них 1,2%-ных пункта объясняются ростом масштабов инвестиционно-банковской деятельности. Вклад деятельности коммерческих банков и страховых компаний составил соответственно 0,5 и 0,9%-ных пункта. Если считать рост финансового сектора последних десятилетий в некоторой степени избыточным, то, вероятно, такой чрезмерный рост стал следствием разрастания именно инвестиционно-банковской деятельности.

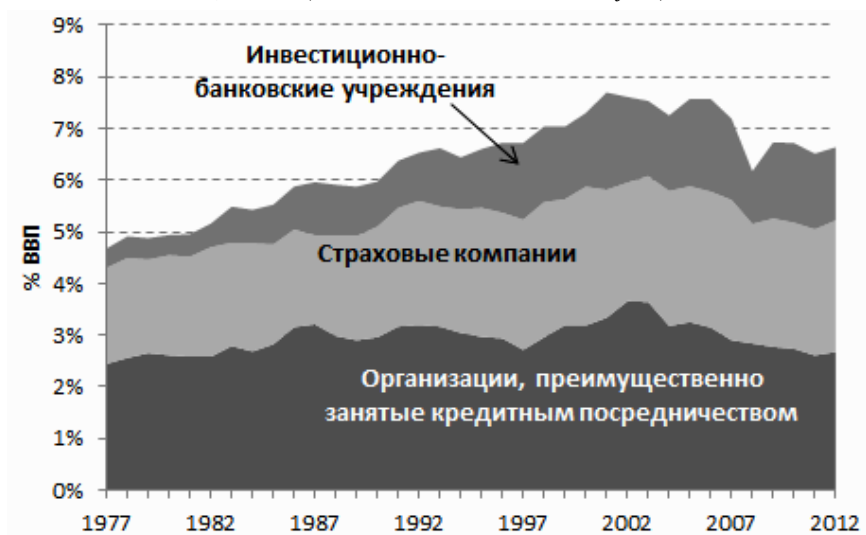
В свою очередь, значительный вклад инвестиционно-банковской деятельности в рост доли финансового сектора в ВВП во многом объясняется ростом доходов индустрии управления активами\*. Такие операции обеспечили более трети роста совокупных доходов инвестиционно-банковских учреждений с 1980 г. до начала кризиса в конце 2000-х годов [8, р. 11]. В то же время доходы финансового сектора от таких традиционных видов инвестиционно-банковской деятельности как брокерские услуги и размещение ценных бумаг на финансовых рынках (*underwriting*) росли не столь значительно. Сокращение транзакционных издержек (по оценкам К.Р. Френча [5]) с 1,5% объёма операции в начале 1980-х годов до 0,1% в середине 2000-х годов, ставшее возможным благодаря развитию электронных торговых систем и дерегулированию брокерской деятельности, сдерживало рост таких доходов, несмотря на существенное увеличение объёмов проводимых операций.

На развитии индустрии управления активами следует остановиться более подробно. Основные источники увеличения доходов в данной индустрии в разные периоды изменялись. Если в 1980-е годы – первой половине 1990-х годов рост происходил преимущественно благодаря развитию взаимных фондов, то начиная со второй половины 1990-х особую популярность приобрели альтернативные инвестиции (управление финансовыми активами с использованием услуг хедж-фондов, венчурных фондов и фондов прямого инвестирования). На конец 2012 г. активы под управлением взаимных фондов в США оценивались в 13 трлн. долл. [10, р. 9] по сравнению с примерно 150 млрд. долл. в начале 1980-х, т.е. выросли почти в 100 раз. Активы американских хедж-фондов, венчурных компаний и фондов прямого инвестирования, в начале 1980-х годов лишь закладывавшиеся, к концу 2012 г. достигли соответственно более чем 1,4 трлн. долл. [9, р. 2], около 0,2 трлн. долл. [13, р. 19] и около 3 трлн. долл. [15, р. 18]. Столь быстрому их росту способствовало увеличение рыночной стоимости финансовых инструментов, находящихся в инвестиционных портфелях. Кроме того, в управление профессиональным участникам финансового рынка свои сбережения стали передавать всё новые частные инвесторы. В 2012 г. под управлением инвестиционных компаний находились 23% финансовых активов домашних хозяйств США по сравнению с 3% в 1980 г. [10, р. 10].

---

\* Имеются в виду услуги по вложению ресурсов индивидуальных или коллективных инвесторов в различные типы финансовых инструментов с целью обеспечения определенного уровня доходности.

**Рис. 6. Динамика структуры добавленной стоимости, созданной в финансовом секторе США в 1977–2011 гг., в зависимости от типа финансового посредника, % ВВП (Bureau of Economic Analysis)**



Таким образом, к концу XX века инвестиционный менеджмент стал одной из важнейших составляющих финансового сектора США, ранее занимавшегося преимущественно кредитованием. Данная трансформация во многом является следствием роста спроса на услуги по управлению активами. В последние десятилетия домохозяйства с высоким уровнем дохода стали контролировать существенно большую долю совокупного дохода в США. Так, по данным Бюро переписи населения, в 2010 г. на домохозяйства, годовой доход которых превышает медианный более чем в 2 раза, пришлось 46% совокупных доходов по сравнению с лишь 30% в 1980 г. Так как услуги инвестиционного менеджмента наиболее востребованы именно данной категорией населения, её расширение естественным образом способствовало росту индустрии управления активами.

Но развитие этой индустрии создало дополнительные стимулы к использованию имеющихся финансовых ресурсов для получения доходов не от деятельности, связанной с реальными финансовыми услугами, а от спекулятивных операций. Данная тенденция также свидетельствует об отходе финансового сектора от выполнения посреднических функций.

### **Рост масштабов финансовой деятельности, не способствующей напрямую развитию американской экономики**

Масштабы финансового сектора существенно возросли во второй половине XX – начале XXI века. Если в первые послевоенные годы по данным Бюро экономического анализа на финансовый сектор приходилось около 2,5% ВВП, то к началу финансового кризиса в 2007 г. его доля в ВВП достигала уже 7,5%. В этот же период произошло многократное увеличение объёма торговых операций на финансовых рынках. Так капитализация американского рынка акций выросла с 55% ВВП до 119% ВВП, а годовой объём торгов акциями – с 35% ВВП до 136% ВВП (данные Всемирного Банка). Ещё более стремительно росли



объёмы торговли производными финансовыми инструментами, которые ещё в начале 1970-х годов были практически незаметны.

Значительный рост финансового сектора и объёмов операций на финансовых рынках, по крайней мере, частично происходил за счёт видов деятельности, напрямую не оказывающих положительного влияния на американскую экономику. В частности, такова деятельность различных инвестиционных фондов, которые взимают высокую плату за свои услуги, но не всегда приносят высокий доход своим клиентам. Кроме того, участие банков в спекулятивной торговле на финансовых рынках за свой счёт (*Proprietary Trading*) приводит к сужению потенциального объёма денежных средств, которые могут быть направлены на кредитование экономики. Рассмотрим данные проблемы более подробно.

Оплата услуг низкоэффективных инвестиционных фондов отвлекает финансовые ресурсы от более продуктивного использования. Доходы данной индустрии за счёт комиссионных, зачастую установленных в процентах от стоимости активов под управлением, растут независимо от деятельности финансовых менеджеров во многом благодаря положительной динамике фондовых индексов.

С точки зрения любого инвестора выплата вознаграждения инвестиционной компании обоснована лишь тогда, когда последняя создаёт добавленную стоимость, т.е. – в данном случае – чистый доход (после вычета затрат клиента на оплату услуг по управлению активами), превышающий среднерыночный уровень. В реальности же доходность вложений, находящихся под инвестиционным управлением, зачастую оказывается ниже рыночной.

Учитывая важность обсуждаемого вопроса, автор предприняла попытку оценить долю доходов финансового сектора США от инвестиционного менеджмента, фактически не принёсшего добавленной стоимости клиентам взаимных фондов, хедж-фондов и пенсионных фондов. В табл. 1 показано, что в 2006 – 2012 гг. величина таких доходов варьировалась в диапазоне от 20 до почти 90 млрд. долл. в год. По оценкам автора, наибольший вклад в избыточные доходы индустрии управления активами вносят взаимные фонды акций.

Несмотря на низкую эффективность деятельности профессиональных инвестиционных менеджеров и нестабильность их результатов, их услуги по-прежнему высокооплачиваемы и пользуются спросом. Отдельные примеры успешных фондов создают у многих инвесторов завышенные ожидания получения сверхдоходов. Эти ожидания подкрепляются, с одной стороны, активными рекламными кампаниями, проводимыми инвестиционными управляющими, а с другой стороны, характерной для людей чрезмерной склонностью завышать вероятности маловероятных событий. Как следствие, инвесторы ежегодно платят десятки миллиардов долларов за услуги низкоэффективных инвестиционных менеджеров.

Также весьма сомнительна и польза для экономики от спекулятивной торговли банков на финансовых рынках. После принятия в 1999 г. закона Грэмма – Лича – Блайли, полностью снявшего запрет на ведение инвестиционно-банковской деятельности коммерческими банками, последние стали всё активнее участвовать в операциях на финансовых рынках. Данная тенденция подтверждается ростом доли непроцентных доходов в совокупных доходах банковского сектора США. Так, доля доходов от торговли ценными бумагами за свой счёт в совокупных доходах коммерческих банков по данным Феде-

Таблица 1

**Избыточные доходы инвестиционных управляющих  
в 2004–2012 гг., млрд. долл.**

|                                                 | 2004      | 2005      | 2006      | 2007      | 2008      | 2009      | 2010      | 2011      | 2012      |
|-------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Избыточные доходы индустрии управления активами | –         | –         | 39,2–88,1 | –         | 29,7–58,3 | 20,7–44,1 | 31,9–62,4 | 46,3–87,8 | 39,0–82,0 |
| В том числе:                                    |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| взаимные фонды акций                            | 20,9–22,2 | 18,3–19,7 | 31,1–32,4 | 22,5–24,2 | 19,1–20,1 | 14,5–15,3 | 19,2–19,5 | 30,2–30,3 | 25,4–25,7 |
| взаимные фонды облигаций                        | –         | –         | 8,1–8,8   | –         | 10,6–11,3 | 6,2–7,2   | 12,7–13,7 | 16,1–17,0 | 13,6–15,0 |
| пенсионные фонды                                | <8,5      | <7,8      | <12,9     | <10,0     | <11,9     | <8,6      | <11,2     | <19,5     | <16,3     |
| хедж-фонды                                      | –         | –         | <34       | –         | <15       | <13       | <18       | <21       | <25       |

*Примечание:* Для получения данных оценок доля инвестиционных фондов каждого типа, демонстрирующих доходность ниже рыночной, умножена на совокупные доходы данного типа фондов. Значения долей неэффективных фондов получены из различных эконометрических исследований. Совокупные доходы каждого типа фондов рассчитаны на основе информации об их активах и о средней величине взимаемых ими комиссий. Если для взаимных фондов результаты расчётов довольно надёжны, то результаты для пенсионных фондов и хедж-фондов следует воспринимать с осторожностью, так как из-за отсутствия достаточных исходных данных в процессе вычисления автором был сделан ряд допущений.

*Расчёты автора по данным: Office of Controller of the Currency, S&P Indices Versus Active Funds (Spiva) Scorecard, Investment Company Factbook.*

ральной корпорации по страхованию вкладов возросла с 0,4% в 1984 г. до 3,5% в 2011 году.

Рост вовлечённости коммерческих банков в инвестиционно-банковскую деятельность привёл к изменению структуры их активов. Доля ценных бумаг, предназначенных для ведения торговых операций\*, по данным Федеральной корпорации по страхованию вкладов возросла с 0,6% совокупных активов коммерческих банков (0,3% ВВП) в 1969 г. до 7,8% их активов (6,2% ВВП) накануне финансового кризиса в 2007 г. Перераспределение финансовых ресурсов коммерческих банков от деятельности, связанной с выполнением их основной функции по кредитованию экономики, в пользу операций, направленных исключительно на получение дополнительного дохода, фактически является одним из проявлений обособления финансового сектора США от остальной экономики. Частично переориентировав свою деятельность на более прибыльные, но не способствующие развитию других секторов экономики спекулятивные операции на рынке ценных бумаг, коммерческие банки перестали выполнять исключительно посреднические функции. Реформа финансового сектора, проводимая в США с 2010 г., призвана сгладить данный дисбаланс введением правила Волкера, ограничивающего возможности коммерческих банков торговать ценными бумагами за свой счёт.

\* Не представляется возможным более детально представить структуру портфеля ценных бумаг коммерческих банков в зависимости от целей их использования. Помимо торговли за свой счёт данные ценные бумаги могут использоваться банками, например, в процессе выполнения функций маркет-мейкера.

Таблица 2

**Доходы финансового сектора от спекулятивной торговли,  
в 2004–2012 гг., млрд. долл.**

|                                                      | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008  | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------------------------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|
| Доходы от торговли финансовыми активами за свой счёт | 34,6 | 38,9 | 65,8 | 23,3 | -40,3 | 54,4 | 35,7 | 51,8 | 48,8 |
| В том числе:                                         |      |      |      |      |       |      |      |      |      |
| доходы коммерческих банков                           | 9,7  | 13,7 | 18,0 | 26,4 | 25,2  | 15,9 | 12,4 | —    | —    |
| доходы других типов финансовых посредников           | 24,9 | 25,2 | 47,8 | -3,1 | -65,5 | 38,4 | 23,3 | —    | —    |

*Public Security Association, Federal Deposit Insurance Corporation.*

Таблица 3

**Совокупные избыточные доходы финансового сектора,  
в 2004–2012 гг., млрд. долл., % совокупных доходов**

|                                                      |             | 2004 | 2005 | 2006      | 2007 | 2008      | 2009      | 2010      | 2011       | 2012      |
|------------------------------------------------------|-------------|------|------|-----------|------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| Итого избыточные доходы финансового сектора          | млрд. долл. | —    | —    | 105–154   | —    | <18       | 75–98,4   | 67,6–98,1 | 98,1–139,6 | 88–131,8  |
|                                                      | %           | —    | —    | 8,2–12,1  | —    | <1,4      | 6,3–8,3   | 5,6–8,2   | 8,4–12,0   | 7,3–10,8  |
| Избыточные доходы индустрии управления активами      | млрд. долл. | —    | —    | 39,2–88,1 | —    | 29,7–58,3 | 20,7–44,1 | 31,9–62,4 | 46,3–87,8  | 39,0–82,0 |
|                                                      | %           | —    | —    | 3,1–6,9   | —    | 2,3–4,6   | 1,7–3,7   | 2,7–5,2   | 4,0–7,5    | 3,2–6,7   |
| Доходы от торговли финансовыми активами за свой счёт | млрд. долл. | 34,6 | 38,9 | 65,8      | 23,3 | -40,3     | 54,4      | 35,7      | 51,8       | 48,8      |
|                                                      | %           | 3,1  | 3,3  | 5,2       | 1,3  | —         | 4,6       | 3,0       | 4,4        | 4,1       |

Деятельность других типов финансовых посредников в США (инвестиционных банков, банковских холдинговых компаний, управляющих компаний) в ещё большей степени, чем деятельность коммерческих банков, опирается на спекулятивную торговлю на финансовых рынках. По данным Ассоциации участников рынка ценных бумаг (*SIFMA*), в последнее десятилетие, за исключением периода кризиса, в среднем около 10% годовой выручки компаний – членов ассоциации приходилось на доходы от торговли на финансовых рынках за свой счёт.

По оценке автора, совокупные доходы коммерческих банков и компаний – участниц рынка ценных бумаг от торговли на финансовых рынках за свой счёт в первое десятилетие 2000-х годов составляли от 25 до 65 млрд. долл. в год, или от 2,5% до 4,5% совокупных доходов финансового сектора США (без учёта страховых компаний) в рассматриваемый период (см. табл. 2).

Спекулятивная активность способствовала концентрации прибыли и росту жалования в финансовом секторе США, а также отвлечению ценных трудовых и финансовых ресурсов от производительной деятельности в других секторах экономики. Вместо того чтобы реализовывать свои способности в предпринимательстве, исследованиях или разработке новых технологий, выпускники престижных университетов всё чаще занимаются спекулятивными операциями на финансовых рынках.

Подводя итог, объединим в табл. 3 выявленные выше доходы финансового сектора США от деятельности, которая не способствует общему экономическому развитию. К такой деятельности условно отнесена торговля компаний финансового сектора финансовыми активами за свой счёт и от своего имени и услуги инвестиционных менеджеров, не принёсших своим клиентам дохода, превышающего рыночный.

Полученные относительные значения таких избыточных доходов (6–12% совокупных доходов финансового сектора в год) могут показаться незначительными. Тем не менее, ежегодно речь идёт о десятках миллиардах долларов, которые не используются для ускорения экономического развития и концентрируются внутри финансового сектора, что усугубляет диспропорции в распределении прибыли между различными секторами экономики.

### **Расширение финансовой деятельности компаний нефинансового сектора**

Доминирование финансового сектора в экономике США проявляется и в возрастающей с начала 1980-х годов вовлечённости в финансовую деятельность компаний нефинансового сектора. Данная тенденция к более тесному переплетению финансового и нефинансового секторов отмечена в ряде работ, описывающих процесс «финансиализации» американской экономики [11; 14; 16].

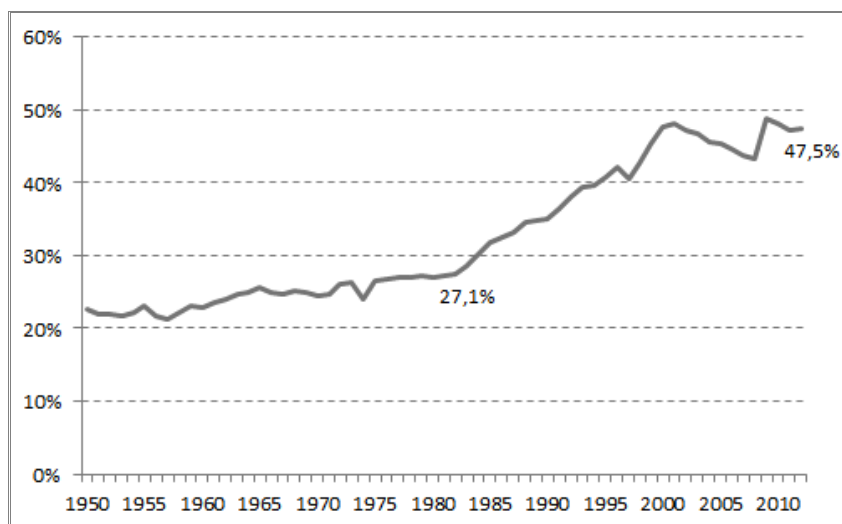
Начиная с середины XX века компании нефинансового сектора – и в первую очередь крупные транснациональные и многоотраслевые корпорации – стали активно создавать свои дочерние структуры с финансовым профилем деятельности. Раньше всего данная практика распространилась среди американских автопроизводителей («Дженерал моторс», «Форд» и «Крайслер»). Дочерние финансовые компании можно встретить и в других отраслях – авиационной, машиностроительной, информационных технологиях.

С расширением масштабов финансовых операций нефинансовых компаний произошло существенное увеличение их финансовых активов: отношение финансовых активов к совокупным активам достигло 48% в 2012 г. по сравнению с 27% в начале 1980-х годов. (см. рис. 7).

Тенденция к «финансиализации» нефинансового сектора также прослеживается и в структуре доходов компаний. Во второй половине XX века доля доходов от инвестиций в ценные бумаги (в форме процентных и дивидендных выплат) в совокупных доходах компаний нефинансового сектора возросла с 0,5% до 6% в среднем в начале 2000-х годов (см. рис. 8). В реальности доля доходов нефинансовых компаний от финансовых операций ещё выше, так как по причине отсутствия данных невозможно учесть доходы компаний от роста стоимости финансовых активов.

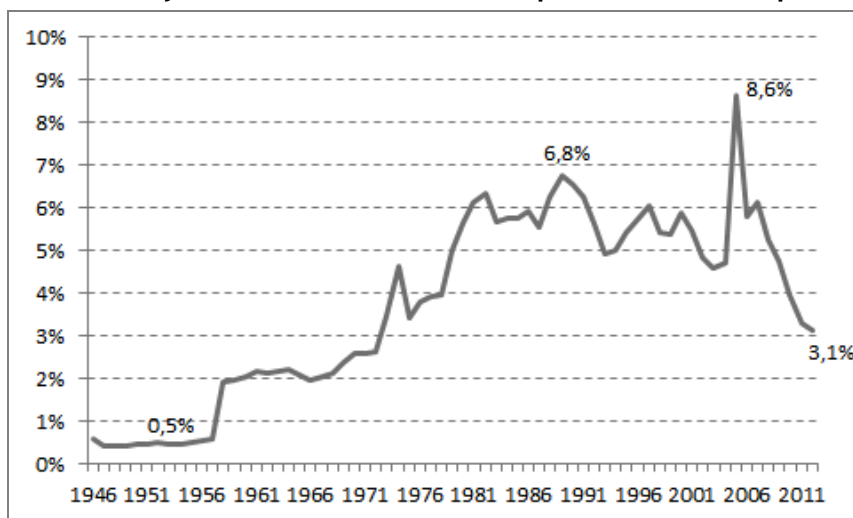
Взросший интерес нефинансовых компаний к оказанию финансовых услуг можно объяснить двумя группами причин. С одной стороны, предоставление специализированных финансовых услуг может способствовать развитию её бизнеса, появлению конкурентных преимуществ, привлечению новых клиентов, увеличению доли на существующих рынках и выходу на новые. С другой стороны, такое расширение профиля деятельности может быть попыткой получить дополнительный доход в ответ на снижение прибыльности основного бизнеса и уменьшение возможностей для осуществления прибыльных инвестиций в

**Рис. 7. Доля финансовых активов в совокупных активах  
нефинансового сектора**



*Federal Reserve System.*

**Рис. 8. Доля процентных и дивидендных выплат  
в совокупных доходах компаний нефинансового сектора**



*Bureau of Economic Analysis.*

нефинансовом секторе [1; 3; 14]. Активное развитие финансовых дочерних структур корпораций пришлось на период снижения прибыльности в нефинансовом секторе. По данным Бюро экономического анализа, рентабельность корпораций нефинансового сектора в 1970–1980-е годы снизилась в среднем до 7% (для сравнения в предыдущие три десятилетия она составляла в среднем 9,5%).

Говоря о последствиях данного проявления «финансиализации» американской экономики, следует отметить, что увеличение объема ресурсов, направленных на финансовую деятельность в целях получения дополнительной прибыли, может спровоцировать сокращение инвестиций в операционную деятельность

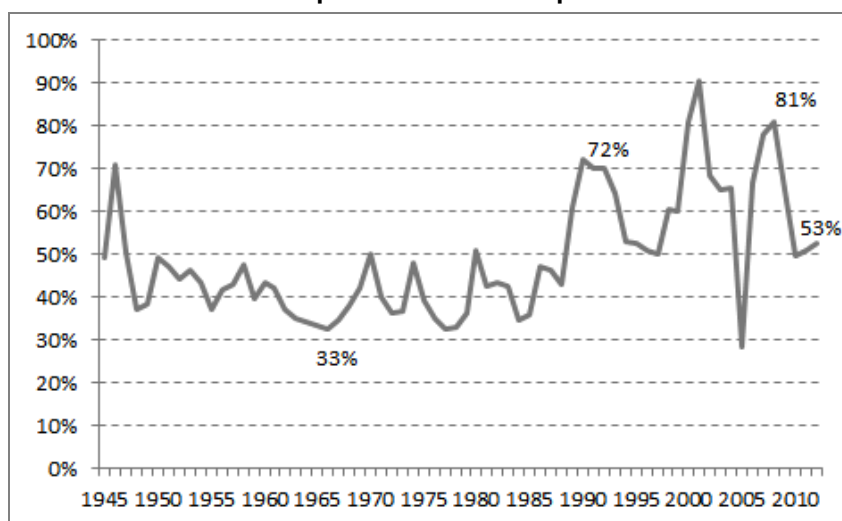
компаний, создавая своеобразный эффект вытеснения. Данная гипотеза подтверждается эмпирическим исследованием [14], в котором показано, что возросшая финансовая активность компаний нефинансового сектора имела негативные последствия для процесса накопления капитала. Хотя результат данного исследования нельзя считать абсолютно неопровержимым, оно показывает, что связь между развитием финансовых рынков и инвестициями в реальные активы далеко не так однозначна, как может показаться на первый взгляд.

### **Влияние финансового сектора на стиль корпоративного управления**

По мере роста значимости финансовых рынков в американской экономике их динамика стала оказывать всё большее влияние на процесс принятия решений в акционерных компаниях нефинансового сектора. Удовлетворение интересов акционеров зачастую требует от менеджмента принятия решений, максимизирующих прибыль компании лишь в краткосрочном периоде. При этом приходится отказываться от стратегически более правильных решений, которые отразятся на цене акций лишь с некоторой задержкой.

Стремясь обеспечить дополнительный рост стоимости акций, менеджеры компаний примерно с середины 1980-х годов стали постепенно увеличивать дивидендные выплаты. Их доля в чистой прибыли компаний нефинансового сектора возросла с 40% в среднем в 1945–1985 гг. до 60% в среднем в 1986–2012 гг. (см. рис. 9), то есть внутренние финансовые ресурсы компаний, которые могли бы направляться на инвестиции для развития бизнеса, перераспределяются в пользу держателей ценных бумаг.

**Рис. 9. Доля дивидендных выплат в чистой прибыли компаний нефинансового сектора**



*Bureau of Economic Analysis.*

Таким образом, в последние десятилетия возросли не только доходы нефинансовых компаний от операций на финансовых рынках, но и их платежи участникам финансовых рынков. Увеличение потоков платежей в обоих направлениях – от финансовых рынков к компаниям нефинансового сектора и

наоборот – иллюстрирует процесс формирования более тесной взаимосвязи между финансовым и нефинансовым секторами американской экономики.

Более тесная связь нефинансового сектора с финансовыми рынками, увеличение выплат акционерам из прибыли компаний, а также популяризация ведения бизнеса, ориентированного на повышение стоимости акций, несут в себе риск ограничения потенциала развития компаний.

### **Заключение**

В результате перечисленных изменений, к концу XX – началу XXI века финансовый сектор занял в экономике США существенно более важное положение, чем в середине XX столетия. Из ограниченного жёсткими регулятивными рамками посредника финансовый сектор превратился в автономного и независимого участника экономических процессов. Его доминирование закрепилось во многих сферах социально-экономической жизни и нашло ряд проявлений: во-первых, в утверждении опирающейся на долговое финансирование модели ведения бизнеса и частного потребления; во-вторых, в развитии индустрии управления активами, стимулирующей инвестиции в финансовые, а не в реальные активы; в-третьих, в распространении финансовой деятельности (спекулятивной торговли ценными бумагами и неэффективного управления активами), не способствующей общему экономическому развитию страны; в-четвёртых, в развитии финансовой деятельности нефинансовых компаний и расширении влияния рынка ценных бумаг на корпоративное управление.

Насколько такие изменения благоприятны для экономики в целом? С одной стороны, следует признать, что расширение предложения финансовых услуг открыло к ним доступ для новых клиентов, как среди домашних хозяйств, так и среди компаний. Увеличение масштабов кредитования домашних хозяйств стимулировало потребление и инвестиции в недвижимость. В результате динамизм строительной отрасли и частного потребления поспособствовал ускорению экономического роста в США. Развитие индустрии частных капиталовложений (*Private Equity*) и венчурного финансирования во второй половине XX века создало дополнительные возможности привлечения финансовых ресурсов для небольших по размеру бизнесов, обладающих тем не менее значительным потенциалом. Становление альтернативной банковской системы (*Shadow Banking System*) расширило объём доступных в США кредитных ресурсов. Появление новых и совершенствование существующих финансовых продуктов позволило более точно отвечать на запросы клиентов.

Но перестав занимать подчинённое положение по отношению к другим секторам экономики, финансовый сектор стал менее управляемым и в нём возросла концентрация рисков. Появление всё новых типов финансовых учреждений, в совокупности формирующих альтернативную банковскую систему, но находящихся вне ведения каких-либо регулирующих органов, также снизило прозрачность деятельности сектора. В ситуации финансовой нестабильности экономика, в которой окончательно закрепилась модель функционирования, основанная на активном использовании заёмного финансирования, стала более уязвимой. Опережающий рост частного потребления, подкреплённый доступными кредитными ресурсами, стал одним из факторов формирования дисбалансов в американской экономике (наблюдаются и значительный дефицит

счёта текущих операций и отрицательная предельная норма сбережений домашних хозяйств). Дефицит регулирования привёл к увеличению прибыли финансового сектора США и его масштабов за счёт видов деятельности, польза которых для экономики и общества весьма сомнительна. В поисках дополнительной прибыли многие крупные нефинансовые компании создали дочерние структуры с финансовым профилем деятельности, что потенциально может привести к сокращению инвестиций таких компаний в операционную деятельность. В процессе принятия решений менеджеры компаний стали в значительно большей степени ориентироваться на последствия своих решений для стоимости акций компании в ближайшем будущем. В результате корпоративное управление стало «близоруким».

### Список литературы

1. *Arrighi G.* 'Hegemony unraveling-2' // New Left Review. 2005 (May–June). P. 83–116.
2. *Bhatia A.V. and Bayoumi T.* (), "Leverage? What Leverage? A Deep Dive into the US Flow of Funds in Search of Clues to the Global Crisis". IMF Working Paper 2012. WP/12/162.
3. *Crotty J.* The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and "modern" financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era // Financialization and the World Economy / G. Epstein (ed.). Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2005. P. 77–110.
4. *Emmons W.R.* The Past, Present and Future of the US Mortgage Market. Federal Reserve Bank of St. Louis. Central Banker. Summer 2008 Issue.
5. *French Kenneth.* Presidential Address: The Cost of Active Investing / Journal of Finance. 2008. 63(4): 1537–73.
6. *Graham J.R., Leary M.T., Roberts M.R.* A Century of Capital Structure: the Leveraging of Corporate America. 2012
7. *Green R.K. and Watcher S.M.* The American Mortgage in Historical and International Context // Journal of Economic Perspectives. 2005. Vol. 19. No 4. P. 93–114.
8. *Greenwood R. and Scharfstein D.* The Growth of Finance // Journal of Economic Perspectives. 2013. Vol. 27. No. 2. P. 3–28.
9. Hedge Funds (2013). The City UK Financial markets series (<http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/>).
10. Investment Company Fact Book.). ICI Investment Company Institute. 2013 (<http://www.icifactbook.org/>).
11. *Krippner G.* The financialization of the American economy // Socio-Economic Review. 2005. 3 (2). P. 173–208.
12. *Mason J.W. and Jayadev A.* Fisher Dynamics in Household Debt: The Case of the United States, 1929–2011. Working Paper from University of Massachusetts Boston. 2012. No. 13.
13. National Venture Capital Association Yearbook. Prepared by Thomson Reuters. 2013 ([www.nvca.org](http://www.nvca.org)).
14. *Orhangazi O.* Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector. A theoretical and empirical investigation of the U.S. economy: 1973–2003. Political Economy Research Institute. Working Paper Series. 2006. No. 149.
15. Preqin Investor Network Global Alternatives Report. Preqin Investment network. 2013 ([https://www.preqin.com/docs/reports/2013\\_PIN\\_Global\\_Alternatives\\_Report.pdf](https://www.preqin.com/docs/reports/2013_PIN_Global_Alternatives_Report.pdf)).
16. *Stockhammer E.* Financialization and the slowdown of accumulation // Cambridge Journal of Economics. 2004. 28. P. 719–41.
17. *Volcker P.A.* The Rapid Growth of Debt in the United States // Economic Review. May 1986.