



6 мая 2021 г.

КОММЕНТАРИИ

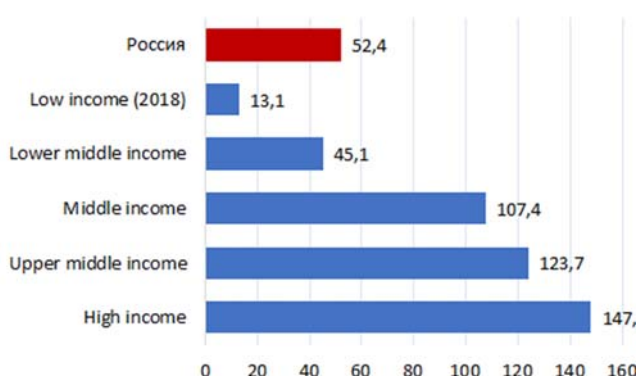
О необходимости ускоренного развития российского финансового рынка

1. Уровень развития российской финансовой системы не соответствует масштабам российской экономики

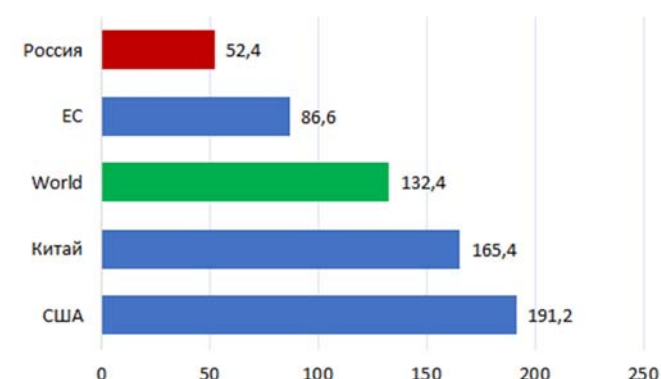
По уровню доходов (ВНП на душу населения) российская экономика в классификации Всемирного банка относится к *странам с уровнем доходов выше среднего* (upper middle income), однако по одному из ключевых показателей финансового развития – показателю внутреннего кредита частному сектору (в % ВВП) российская финансовая система не соответствует даже уровню стран со средним уровнем доходов и гораздо ближе к *странам с уровнем доходов ниже среднего* (lower middle income).

При этом отставание российской экономики по данному показателю даже от среднего показателя для группы стран, в которую входит Россия (upper middle income) является катастрофическим – в 2,4 раза. Фактически, объем внутреннего недофинансирования частного сектора в российской экономике по отношению к странам с сопоставимым уровнем дохода на душу населения составляет более 70% ВВП или более 75 трлн. руб. (по данным на 2019 год – последние агрегированные данные Всемирного банка).

**Внутренний кредит частному сектору,
% ВВП, Россия и группы стран по уровню
доходов, 2019**



**Внутренний кредит частному сектору,
% ВВП, Россия, отдельные страны, ЕС и мир в
среднем, 2019**



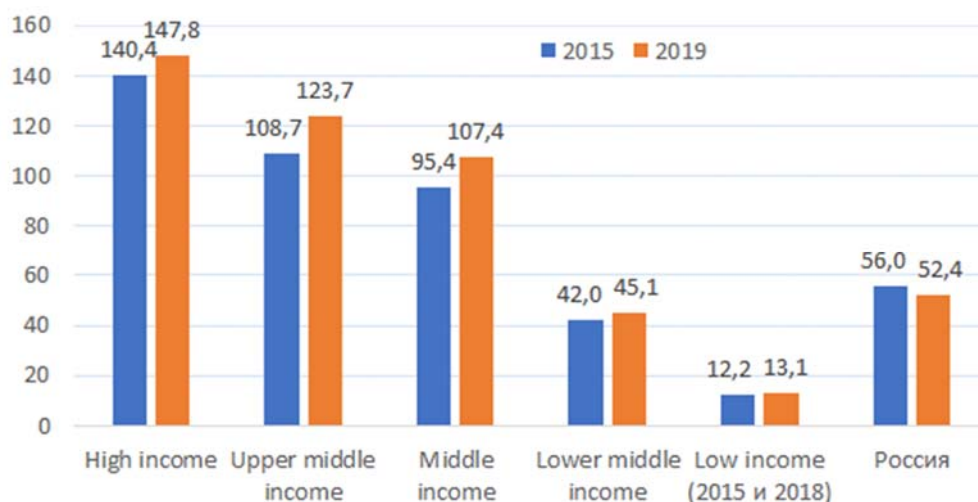
Источник: Всемирный банк

Особенную тревогу вызывает тот факт, что с 2015 года показатели внутреннего кредита частному сектору в России снизились, что не было характерным ни для какой из групп стран по уровню доходов. Так, данные Всемирного банка показывают, что для мира в среднем объем внутреннего

кредита частному сектору вырос с 123,6% мирового ВВП в 2015 году до 132,4% ВВП, в США показатель за этот период вырос с 179,8 до 191,2% ВВП, в Китае – с 152,6 до 165,4% ВВП.

В России же, которая в этот период столкнулась с жесткими ограничениями по финансированию отечественных компаний за рубежом в результате введения антироссийских санкций, объем внутреннего кредита частному сектору не вырос, а, напротив, сократился – с 56,0 до 52,4% ВВП.

Объем внутреннего кредита частному сектору, % ВВП, по группам стран по уровню дохода, 2015 и 2019 гг.



Источник: Всемирный банк

Наличие данного тренда подтверждается и отечественной статистикой, включающей данные за 2020 год. В течение 2016-2019 гг. объем внутренних заимствований российского нефинансового сектора неуклонно сокращался (вплоть до 38,1% ВВП), и лишь в 2020 году, на фоне пандемии и объявленных мер поддержки, показатель несколько вырос, до 43,6% ВВП, но все равно так и не достиг уровня 2015 г. (43,8% ВВП).

Объем внутренних заимствований нефинансового сектора России, % ВВП



Источник: расчеты по данным Банка России и Росстата

2. Низкий уровень развития финансовой системы является препятствием для развития экономики в целом

Множество исследований показывает взаимосвязь между уровнем финансового развития страны и темпами экономического роста. Более того, структурные изменения в финансовом секторе могут повысить долгосрочный потенциал экономического роста и его устойчивость. Показатели глубины финансового сектора, такие как отношение долга частного сектора к ВВП, имеют устойчивую связь с динамикой экономического роста страны.

Исследования показывают, что долгосрочный экономический рост во многом зависит от наличия развитых финансовых рынков. Их функция заключается в способности увеличивать скорость аккумуляции физического и человеческого капиталов, использовать полученные производственные активы более эффективно и гарантировать доступ всего населения к этим активам. Соответственно, финансовое посредничество обеспечивает инвестиционный процесс, мобилизуя сбережения для инвестирования, и гарантирует эффективное использование этих средств, задействуя инновационный потенциал. Как правило, страны с более развитым финансовым сектором характеризуются более быстрыми темпами экономического роста, что связано также с положительным влиянием таких факторов как рост производительности, повышение эффективности распределения ресурсов, расширение ликвидности, увеличение долгосрочных инвестиций компаний и пр.

Задача диверсификации экономики также не может быть решена без развития финансовой системы. Данные исследований показывают, что отрасли, в большей степени зависящие от внешних источников финансирования (например, фармацевтика, производство компьютерного оборудования), в странах с более развитыми финансовыми рынками растут непропорционально быстрее, чем в странах с неразвитым финансовым рынком. И наоборот, в странах с неразвитым рынком более быстрыми темпами будут расти отрасли, сами генерирующие значительный денежный поток (например, добыча, первичная переработка сырья)¹.

Схожим образом, фирмы в отраслях с большей потребностью в долгосрочном долговом финансировании, а не краткосрочном, испытывают меньшую волатильность роста в странах с более развитыми финансовыми системами, так как доступность долгосрочного финансирования снижает риск ликвидности и риск рефинансирования².

Важность развития финансовой системы для повышения темпов экономического роста подтверждается и материалами, опубликованными Банком России. Так, в аналитической записке «Влияние развития финансового сектора на экономический рост и его волатильность»³ отмечается следующее:

- *Россия обладает значительным потенциалом расширения внутреннего рынка кредита частному сектору (с 59% ВВП накануне последнего кризиса – до оптимальных 96% ВВП). Поскольку пока Россия находится на существенном удалении от оптимума, то это расширение будет безопасным с точки зрения рисков для макроэкономической стабильности (разумеется, если оно не будет иметь «взрывного» характера). Увеличение доступности кредита на внутреннем рынке будет способствовать сглаживанию динамики выпуска*

¹ Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. "Financial Dependence and Growth." The American Economic Review, vol. 88, no. 3, 1998, pp. 559–586. <https://www.nber.org/papers/w5758>.

² Demircuc-Kunt, Asli; Horvath, Balint Laszlo; Huizinga, Harry P. 2016. How does long-term finance affect economic volatility? (English). Policy Research working paper; no. WPS 7535 Washington, D.C.: World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/473501467995398596/How-does-long-term-finance-affect-economic-volatility>

³ Мамонов М., Панкова В., Ахметов Р., Пестова А., Солнцев О. Влияние развития финансового сектора на экономический рост и его волатильность. Банк России. Аналитическая записка. №8, Июль 2017. <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16747/03.pdf>

(уменьшению волатильности ВВП на 1,3 п.п.) и некоторому повышению долгосрочных темпов прироста ВВП (на 0,3 п.п.). Более слабое, чем у корпоративных облигаций, стимулирующее воздействие расширения банковских кредитов на долгосрочный экономический рост, возможно, объясняется их более короткими сроками. Как следствие, они в меньшей степени могут быть использованы в качестве инструментов финансирования инвестиций в основной капитал.

- **Наибольший положительный макроэкономический эффект ожидается от расширения сегмента внутренних корпоративных облигаций.** Рост глубины этого рынка с последнего предкризисного значения (2014 год), равного 6% ВВП, до оптимальных 22% ВВП обеспечивает дополнительно +0,5 п.п. темпов долгосрочного роста ВВП и снижение волатильности этих темпов на 0,1 п.п.

Как отмечается в этой же записке, ряд исследований показывает, что «чрезмерное (существенно опережающее развитие «реальной» экономики) увеличение глубины финансового сектора может таить в себе и определенные опасности: образование «пузырей», систематическую недооценку рисков, повышение хрупкости финансовой системы, ее уязвимости к шокам. Обусловленная этим финансовая нестабильность оказывает негативное воздействие на экономическую активность». Однако стоит учесть, что пороговый уровень отношения кредита частному сектору к ВВП, после прохождения которого реализуются негативные макроэкономические эффекты, находится в интервале 90-100%, что на данный момент почти в 2 раза превышает текущий российский показатель.

Кроме того, исследования показывают, что эффективность политики инфляционного таргетирования во многом зависит от уровня финансового развития в том числе потому, что более «глубокие» финансовые системы передают денежные импульсы быстрее, чем небольшие слаборазвитые системы. Кроме того, в условиях развитых финансовых рынков правительству становится легче избегать инфляционного финансирования дефицита бюджета и привлекать необходимые средства на рынке капитала.

О важности развития внутреннего рынка корпоративных облигаций

Исследования показывают, что развитие рынков облигаций, особенно рынка корпоративных облигаций, в странах с развивающейся экономикой несет в себе целый ряд положительных эффектов для экономики, в частности:

- Снижение степени уязвимости стран к кризисам и более быстрое восстановление после спада, повышение стабильности финансовой системы.
- Обеспечение долгосрочных инвестиций для компаний в национальной валюте, без необходимости в хеджировании валютного риска и рисков, связанных с трансграничными транзакциями
- Улучшение диверсификации рисков (за счет низкой или отрицательной корреляции доходности облигаций с динамикой рынка акций и других активов), что, в свою очередь, способствует росту инвестиций в высокотехнологичные рискованные проекты
- Снижение стоимости долгового финансирования за счет повышения ликвидности долгового капитала в экономике.

Особую важность рынок корпоративных облигаций играет во внедрении инновационных проектов, модернизации оборудования, расширения рынков сбыта. Это особенно необходимо в текущих российских условиях, когда имеется недостаток бюджетных средств для масштабной

модернизации, отсутствие возможности зарубежного кредитования из-за антироссийских санкций, недостаточность объемов «длинных» денег у национальной банковской системы⁴.

При этом важно, что для роста объемов привлекаемого компаниями финансирования на рынке облигаций нет потребности в дополнительных вложениях за счет государства или других инвесторов (как, например, необходимо для существенного расширения банковского кредитования, требующего масштабной докапитализации банковской системы). С другой стороны, данный рынок дает регулятору удобные возможности для управления ликвидностью и ее расширения.

Вместе с тем, сейчас задолженность нефинансовых компаний РФ по долговым ценным бумагам составляет всего 8,2% ВВП (по данным Банка России на конец 2020 года). Для сравнения, в целом по странам ОЭСР аналогичный показатель составляет 22% ВВП.

3. Основные направления разработки необходимых мер по развитию финансового рынка и прежде всего – рынка корпоративных облигаций, должны включать следующее:

- Расширение цели денежно-кредитной политики Банка России с включением цели по экономическому росту и, как следствие, изменение системы рефинансирования корпоративных облигаций за счет смягчения требований к эмиссиям в рамках ломбардного кредитования; использование определенных элементов политики количественного смягчения, включая выкуп корпоративных бумаг центральным банком (что в том числе позволит хотя бы отчасти компенсировать фактическое закрытие зарубежных рынков для российских заемщиков).
- Развитие сегмента долгосрочных институциональных инвесторов в ценные бумаги (НПФ, страховые компании) и либерализация требований к составу их портфелей. Данные институты играют важную роль в развитии рынка капитала как за счет того, что они сами предоставляют ресурсы на долгосрочной основе, так и за счет того, что обеспечивают повышение эффективности размещения средств, также выполняя и стабилизирующую роль для финансовых рынков.
- Стимулирование инвестиций физических лиц в корпоративные облигации прежде всего за счет предоставления дополнительных налоговых льгот, связанных с получением доходов по облигациям, а также с расширением возможностей использования индивидуальных инвестиционных счетов.
- Развитие рынка секьюритизации активов, прежде всего за счет пересмотра подходов к оценке сделок секьюритизации и расширения возможностей вложений в облигации, выпускаемые в рамках секьюритизационных сделок, банков и других институциональных инвесторов.
- Развитие сегмента «зеленых» облигаций как в плане расширения возможностей их выпуска, так и в отношении возможностей их приобретения со стороны институциональных инвесторов.

⁴ Иващенко Т.Н., Леонова О.В., Попова О.В. Корпоративные облигации как перспективный источник финансирования инновационно-инвестиционных проектов в предпринимательстве // Среднерусский вестник общественных наук, том 12, №6, 2017.

Контакты

www.icss.ru

Россия, 119180, Москва,
ул. Большая Полянка, д.23/1

Тел.: +7 495 995-11-35

Факс: +7 495 995-11-36

E-mail: mail@icss.ac.ru

© Институт комплексных стратегических исследований. Все права защищены.
