



Банк России

Центральный банк Российской Федерации

**Влияние развития
финансового сектора
на экономический рост
и его волатильность**

**Аналитическая
записка**

**№ 8
Июль 2017**

МОСКВА

Структурные изменения в финансовом секторе могут повысить долгосрочный потенциал экономического роста и его устойчивость. Более развитый сектор финансового посредничества способен эффективнее трансформировать сбережения в инвестиции, перераспределять риски между экономическими агентами, обеспечивать обмен экономической информацией.

Однако, как показал опыт глобального кризиса 2007–2009 годов, 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.

В последние годы было получено множество эмпирических подтверждений нелинейного влияния финансового развития на экономический рост (см. работы: Arcant et al., 2015; Law Singh, 2014; Cecchetti Kharroubi, 2012; Sahay et al., 2015 и др.¹). Так, например, согласно различным исследованиям, пороговый уровень отношения кредита частному сектору к ВВП, после прохождения которого реализуются негативные макроэкономические эффекты, находится в интервале 90–100%.

Продолжая изучение нелинейного воздействия финансового развития на макроэкономическую динамику, мы применили выработанную другими авторами методологию не к одному, а к нескольким сегментам финансовой системы одновременно. Мы рассмотрели три сегмента рынка долговых обязательств частного сектора: внутренний рынок банковского кредита, внутренний рынок корпоративных облигаций и внешний корпоративный долговой рынок². С помощью эконометрических моделей, построенных на панельных данных по 63 странам по пятилетним периодам с 1980 года по 2014 год, мы оценили пороговые уровни указанных сегментов финансового рынка, после достижения которых их дальнейшее расширение будет негативно сказываться на ключевых макроэкономических показателях. В числе оптимизируемых макроэкономических показателей наряду с долгосрочными темпами роста ВВП рассматривался показатель волатильности этих темпов. Таким образом, были оценены параметры рынка долговых обязательств частного сектора, при которых достигается разумный компромисс между целями повышения экономического роста и обеспечения его стабильности.

Прогнозные расчеты показали, что в долгосрочной перспективе (до 2035 г.) у России есть возможность приближения к оптимальной комбинации параметров финансового рынка, и эта возможность будет реализована в случае благоприятных институциональных изменений, а также сохранения контроля над инфляцией и повышения диверсификации экономики³.

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. Реализация потенциала роста внутреннего рынка корпоративных облигаций до своего оптимального значения, согласно нашим прогнозам, при некоторых макроэкономических сценариях возможна в перспективе 10 ближайших лет. Необходимыми условиями для этого являются сохранение позитивных макроэкономических трендов (контроль над инфляцией, поступательный рост уровня благосостояния) и прогресс в развитии финансовых институтов (аппроксимируемый в данном случае ростом индекса финансовой свободы).

По нашим оценкам, 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 расшире-

¹ В работе Arcant et al. (2015) представлен обзор теоретических предпосылок существования нелинейной связи.

² Для построения моделей использовались межстрановые базы данных Всемирного банка. Это обусловило специфику рассматриваемых показателей. В частности, использовавшиеся показатели внешнего корпоративного долга включают в себя только долгосрочную часть внешнего долга частных банков и компаний с учетом их долга перед прямыми инвесторами.

³ См. аналитическую записку «Долгосрочный прогноз размера и структуры финансового сектора».

ние 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 (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 сроками⁴. Как следствие, они в меньшей степени могут быть использованы в качестве инструментов финансирования инвестиций в основной капитал.

В прогнозный период ожидается продолжение увеличения глубины российского кредитного рынка, но своего оптимального уровня он, скорее всего, до 2035 г. так и не достигнет. Один из возможных сдерживающих факторов – умеренный уровень концентрации в российском банковском секторе. Последнее ограничивает способность российских банков поддерживать высокий уровень левериджа, экономить на масштабе, капитализироваться путем привлечения средств миноритарных инвесторов.

Что касается внешнего корпоративного долга, то текущая ситуация близка к оптимальной. Повышение уровня внешнего частного долга с последнего предкризисного значения 12% ВВП до оптимального уровня 15% ВВП могло бы обеспечить дополнительное сокращение волатильности темпов экономического роста на 0,3 п.п. (положительный эффект повышения диверсификации источников привлечения средств компаниями). Однако при этом сами долгосрочные темпы экономического роста уменьшатся на 0,2 п.п. (отрицательный эффект вследствие снижения доходов резидентов из-за ускоренного увеличения объема процентных выплат по внешнему долгу). В целом, согласно нашим оценкам, российская экономика почти полностью использовала выгоды от привлечения внешних корпоративных заимствований – дальнейшее значимое наращивание их уровня чревато рисками для макроэкономической стабильности. Однако в долгосрочных сценариях развития российской экономики прогнозируется рост внешней долговой нагрузки за пределы оптимального уровня, что может привести к снижению динамики и устойчивости экономического роста. Для того, чтобы этого избежать, от государства могут потребоваться усилия по ограничению роста внешней задолженности (путем создания более привлекательных условий для осуществления компаниями заимствований внутри страны).

В случае развития сегментов рынка долговых обязательств частного сектора до своих оптимальных уровней долгосрочные темпы роста российской экономики могут повыситься на 0,6 п.п., а волатильность этих темпов – уменьшиться на 1,7 п.п. (Таблица 1).

Таблица 1

Оптимальные и фактические параметры развития финансового сектора

	Среднее значение, (2010–2014)	Последнее предкризисное знач. (2014)	Оптимальное значение (модель)	Эффект от финансового развития (оптимальное минус последнее предкризисное знач.)	
				Темпы прироста ВВП, п.п.	Волатильность темпов прироста ВВП, п.п.
Банковские кредиты частному сектору, % ВВП	49,1	58,9	96	0,3	–1,3
Внутренние корпоративные облигации, % ВВП	6,3	5,9	22	0,5	–0,1
Внешний корпоративный долг, % ВВП	12,9	12,2	15	–0,2	–0,3

Примечание: данные оценки не учитывают возможные эффекты замещения/дополнения между различными сегментами финансового рынка.

⁴ См.: Cortina-Lorente et al., (2016).

ЛИТЕРАТУРА

Arcand J. L., Berkes E., Panizza U. Too Much Finance? *Journal of Economic Growth*. 2012. No 20 (2). Pp. 105–148.

Cecchetti G., Kharroubi E. Reassessing the Impact of Finance on Growth. *BIS Working Papers*. 2012. No 381, Bank for International Settlements.

Cortina-Lorente J. J., Didier T., Schmukler S. (). How long is the maturity of corporate borrowing? Evidence from bond and loan issuances across markets. *Policy Research Working Paper*. 2016. Series 7815, The World Bank.

Law S. H., Singh N. Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking and Finance*. 2014. No 41. Pp. 36–44.

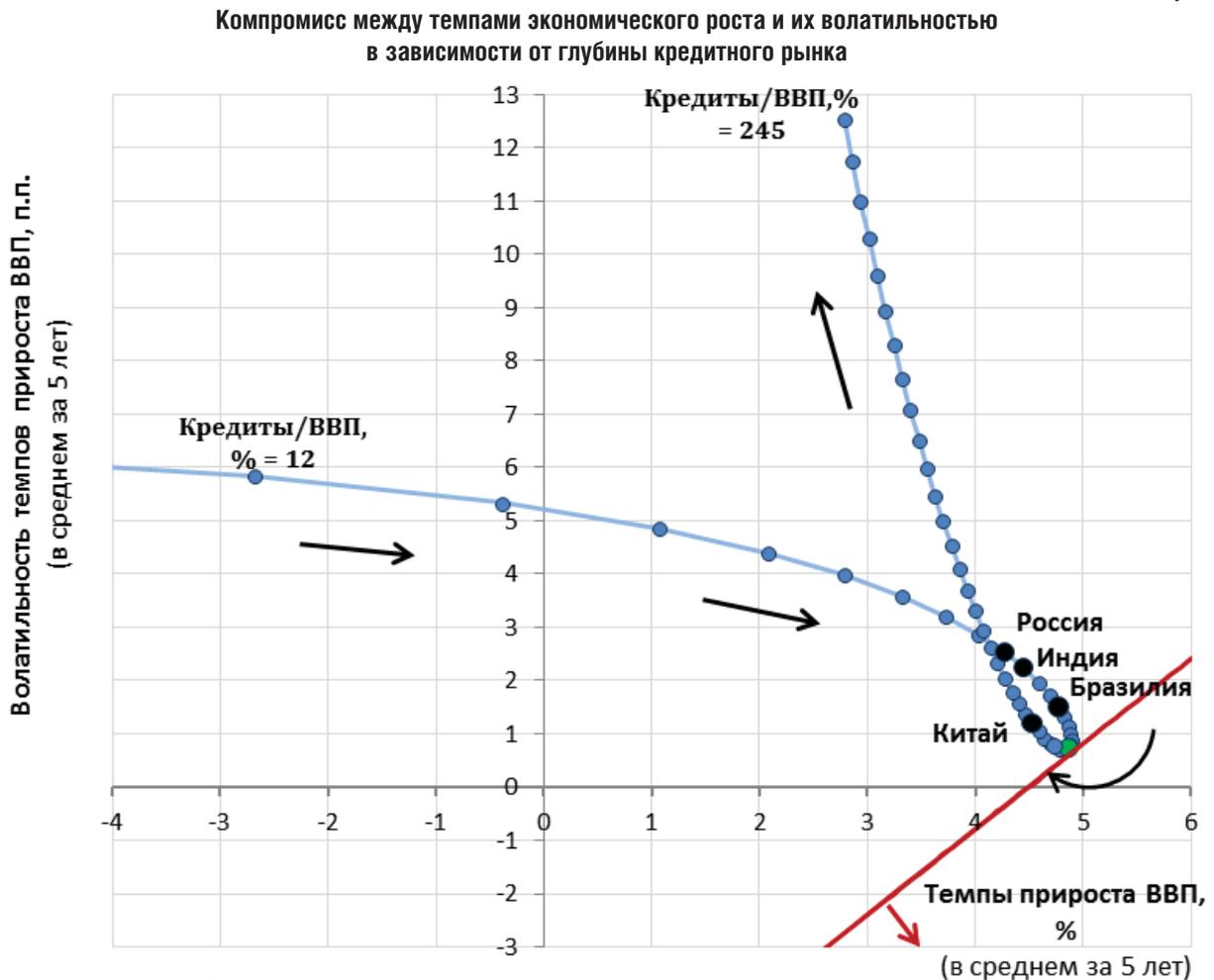
Sahay R., Cihak M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski C., Svirydzenka K., Yousefi S. R. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF staff Discussion Note*. 2015. SDN/15/08.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Точкой оптимума для каждого рассматриваемого нами сегмента финансового рынка мы считаем такое значение глубины этого сегмента, при котором достигается максимально возможное значение «целевой функции регулятора». Последняя рассчитывается как разница нормированных модельных величин темпов прироста ВВП и волатильности темпов прироста ВВП (эти величины нормируются своими стандартными отклонениями на выборке стран)⁵.

Другие страны БРИК⁶ с 2011 года превосходят Россию по глубине внутреннего рынка банковского кредита частному сектору⁷. При этом Индия и Бразилия еще не достигли точки оптимума, но находятся к ней ближе, чем Россия, а вот Китай уже «перескочил» эту точку.

Рисунок 1



Источник: расчеты ЦМАКП.

⁵ Графически поиск оптимума можно представить как поиск точки касания модельной кривой взаимосвязи «темпы прироста ВВП – волатильность темпов прироста ВВП» с «линией безразличия регулятора» (на графике представлена красным цветом). Последняя образуется множеством точек (в координатах «темпы прироста ВВП, волатильность темпов прироста ВВП») с одинаковым значением «целевой функции регулятора».

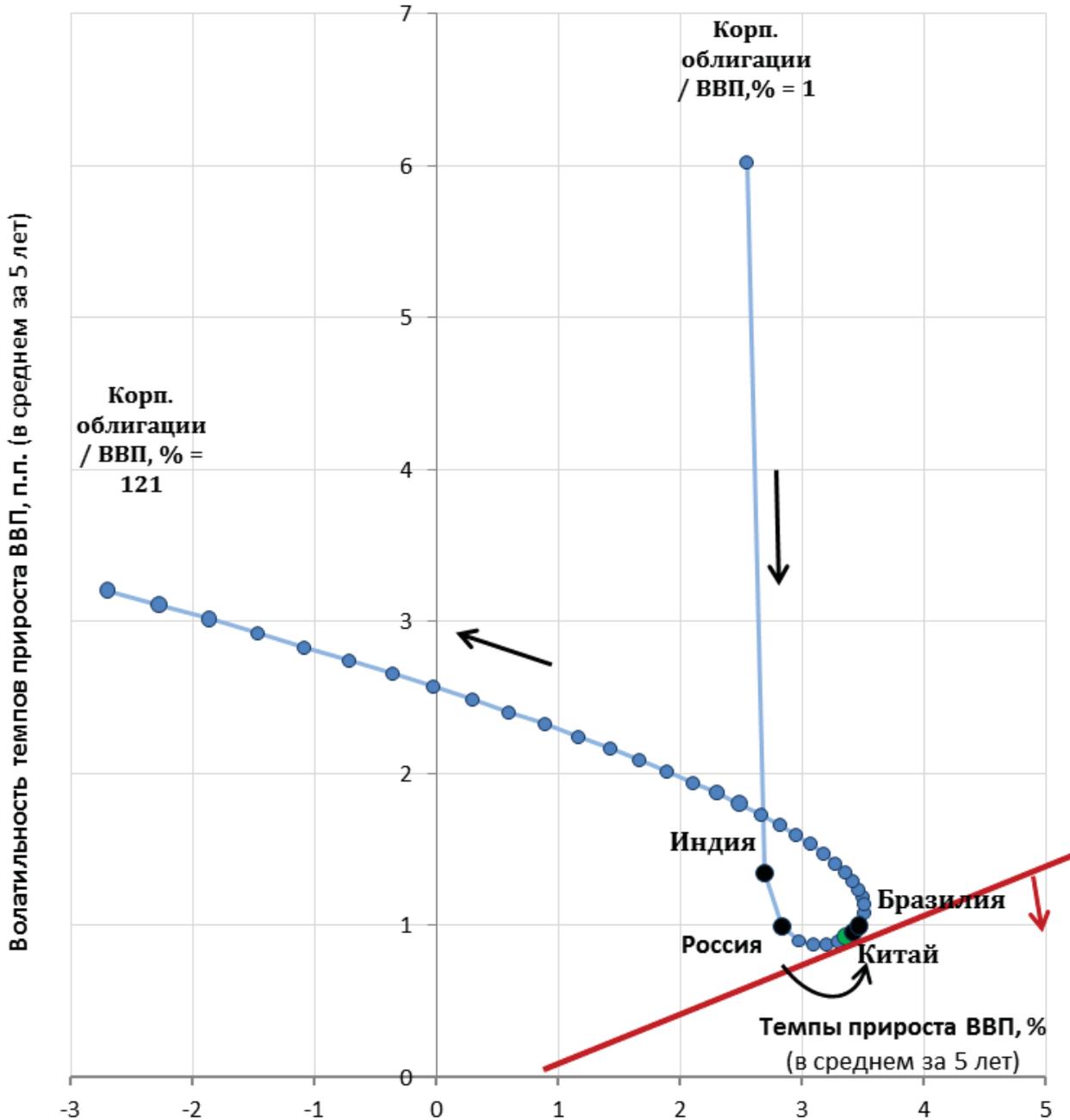
⁶ С 2010 г. к странам БРИК присоединилась Южная Африка, после чего эта группа стран стала называться БРИКС. Мы, однако, не рассматриваем в данном исследовании Южную Африку, поэтому используем первоначальную аббревиатуру БРИК.

⁷ Здесь и далее для всех стран БРИК черными точками на графиках отмечены модельные величины долгосрочных темпов экономического роста и их волатильности, соответствующие фактическим значениям показателей развития финансового сектора за период 2010–2014 годов.

Среди стран БРИК Индия оказывается ниже России по глубине развития внутреннего рынка корпоративных облигаций. Бразилия и Китай опережают Россию, и при этом находятся вблизи оптимального уровня.

Рисунок 2

**Компромисс между темпами экономического роста и их волатильностью
в зависимости от глубины внутреннего рынка корпоративных облигаций**

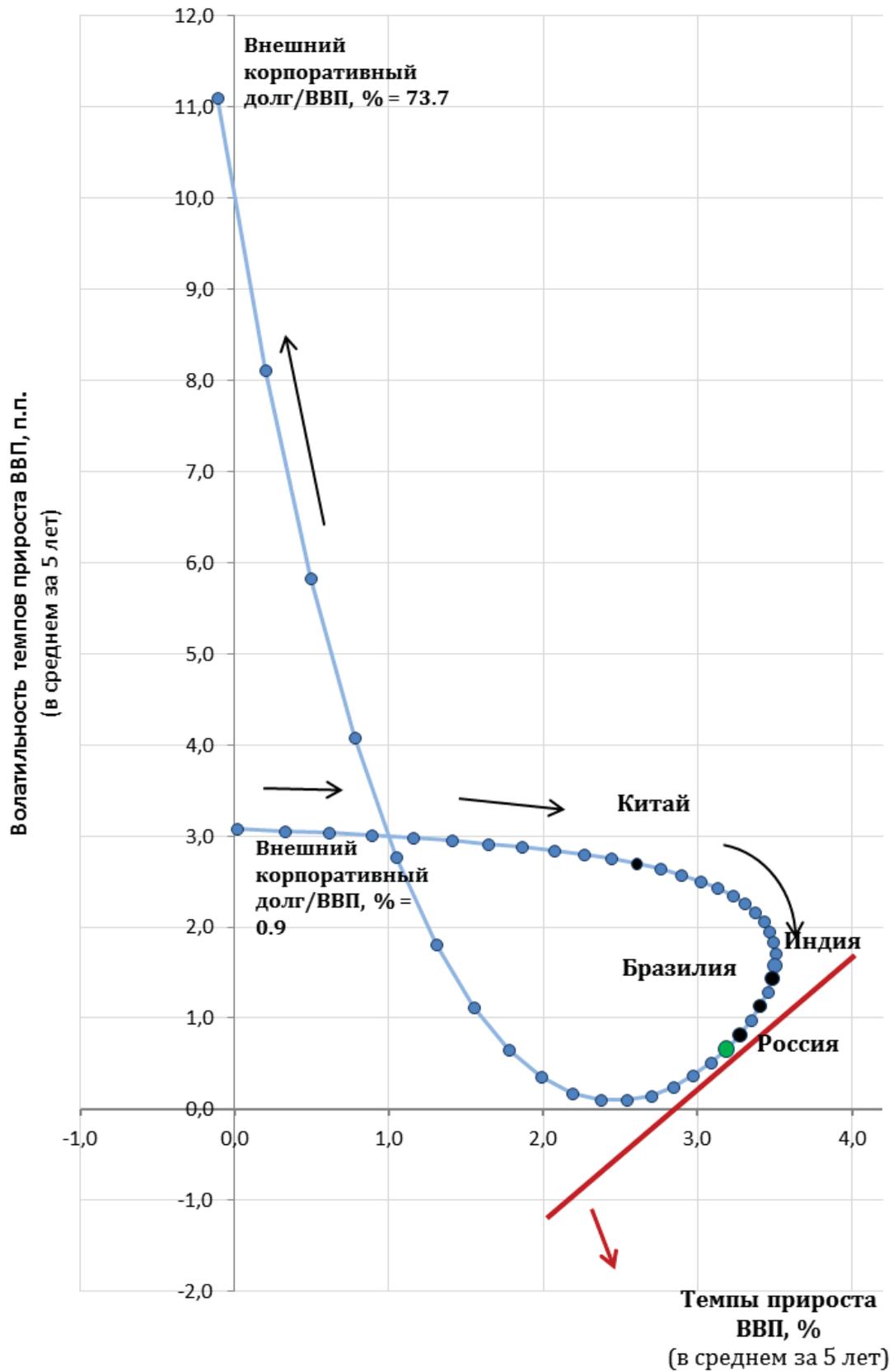


Источник: расчеты ЦМАКП.

Что касается отношения внешнего частного долга к ВВП, то по этому показателю Россия находится выше других стран БРИК и ближе всех к точке оптимума.

Рисунок 3

Компромисс между темпами экономического роста и их волатильностью
в зависимости от размера внешнего корпоративного долга



Источник: расчеты ЦМАКП.

*Центр макроэкономического анализа и краткосрочного
прогнозирования (ЦМАКП)*

Михаил Мамонов,
Вера Панкова,
Ренат Ахметов,
Анна Пестова,
Олег Солнцев