

Секция управления экономикой ЦДУ: "Достаточно ли денег в экономике?"

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛА ФИНАНСИРОВАНИЯ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ В ПЕРСПЕКТИВЕ ДО 2030 ГОДА

Панкова Вера Александровна

к.э.н., ведущий эксперт ЦМАКП, научный сотрудник ИНП РАН

Солнцев Олег Геннадиевич

к.э.н., заместитель ген. директора, руководитель направления анализа денежно-кредитной политики ЦМАКП, заведующий лабораторией ИНП РАН

9 апреля 2026 г.

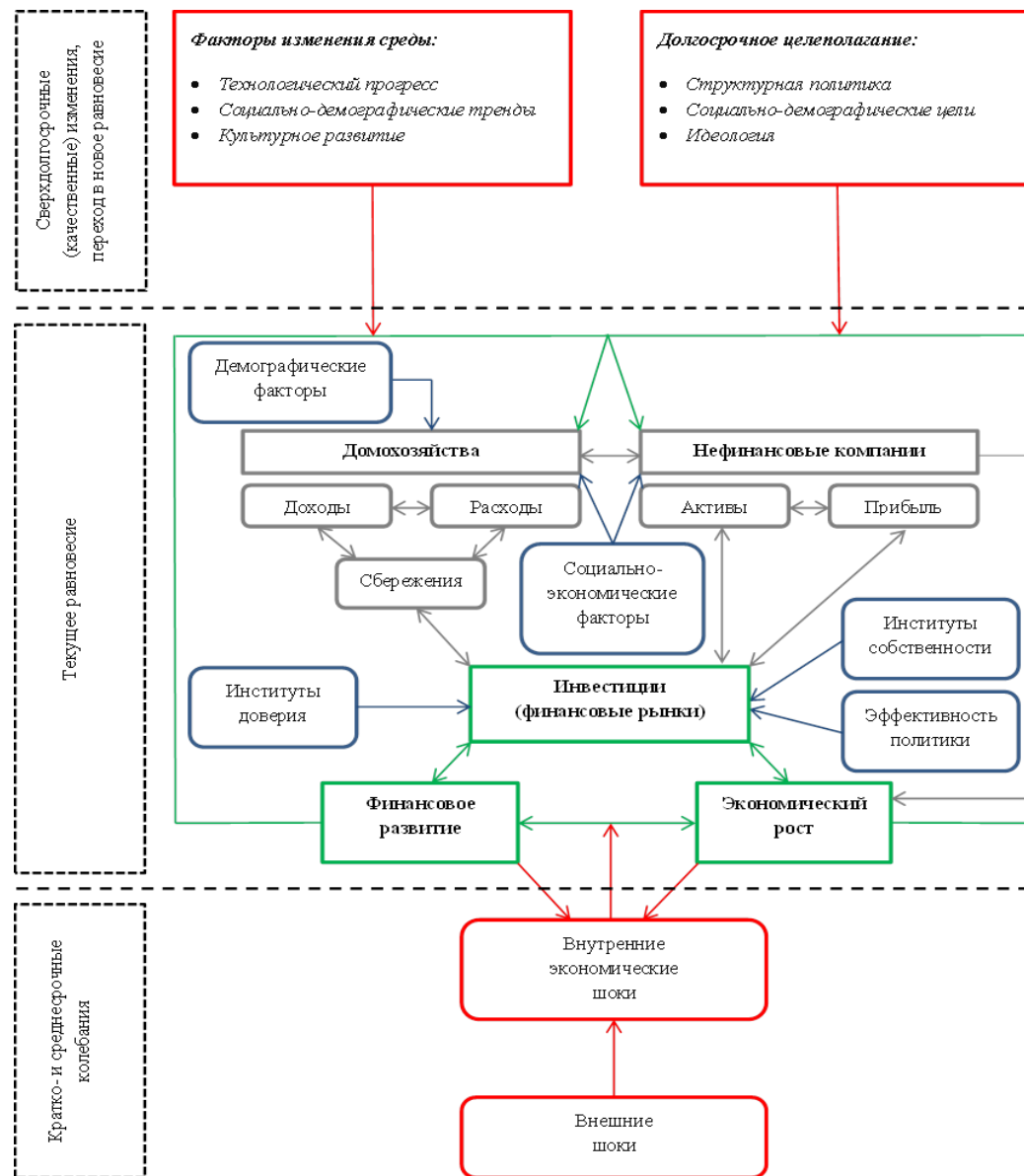
Постановка вопроса

В условиях ограниченного доступа к внешнему финансированию будет ли достаточно внутренних финансовых ресурсов для удовлетворения потребностей компаний реального сектора в среднесрочной перспективе?

Факторы, определяющие динамику развития национального финансового сектора: анализ литературы

- Анализ факторов, определяющих динамику развития финансовых рынков: макроэкономические, институциональные, демографические, финансовые, факторы политики, культуры, религии и идеологии (Demirgüç-Kunt, Maksimovic, 1996; La Porta et al., 1998; Djankov et al., 2007; Huang, 2011; Ведев, Данилов, 2012; Beck, Feyen, 2013; Sahay et al., 2015; Allen et al., 2017; Мамонов и др., 2018; Doucouliagos, et al., 2020 и др.).
- Анализ взаимосвязи/взаимовлияния между различными сегментами финансового сектора (Beck, Webb, 2003; Chan et al., 2005; Cottarelli et al., 2005; Davis, 2005; Rocholl, Niggemann, 2010; Büyükkarabacak, Valev, 2010; Beck et al., 2012; Alda, 2017).
- Форсированное развитие рынка розничного кредитования как причина финансовых кризисов (Cottarelli et al., 2005; Beck et al., 2012; Jappelli et al., 2013; Mian et al., 2017; Mian, Sufi, 2018) и затяжных экономических рецессий (Cecchetti et al., 2011; Sassi, Gasmi, 2014; Garcia-Escribano, Han, 2015; Jorda et al., 2016).
- *Быстрый рост розничных финансовых рынков отбирает ресурсы для финансирования реального сектора?*

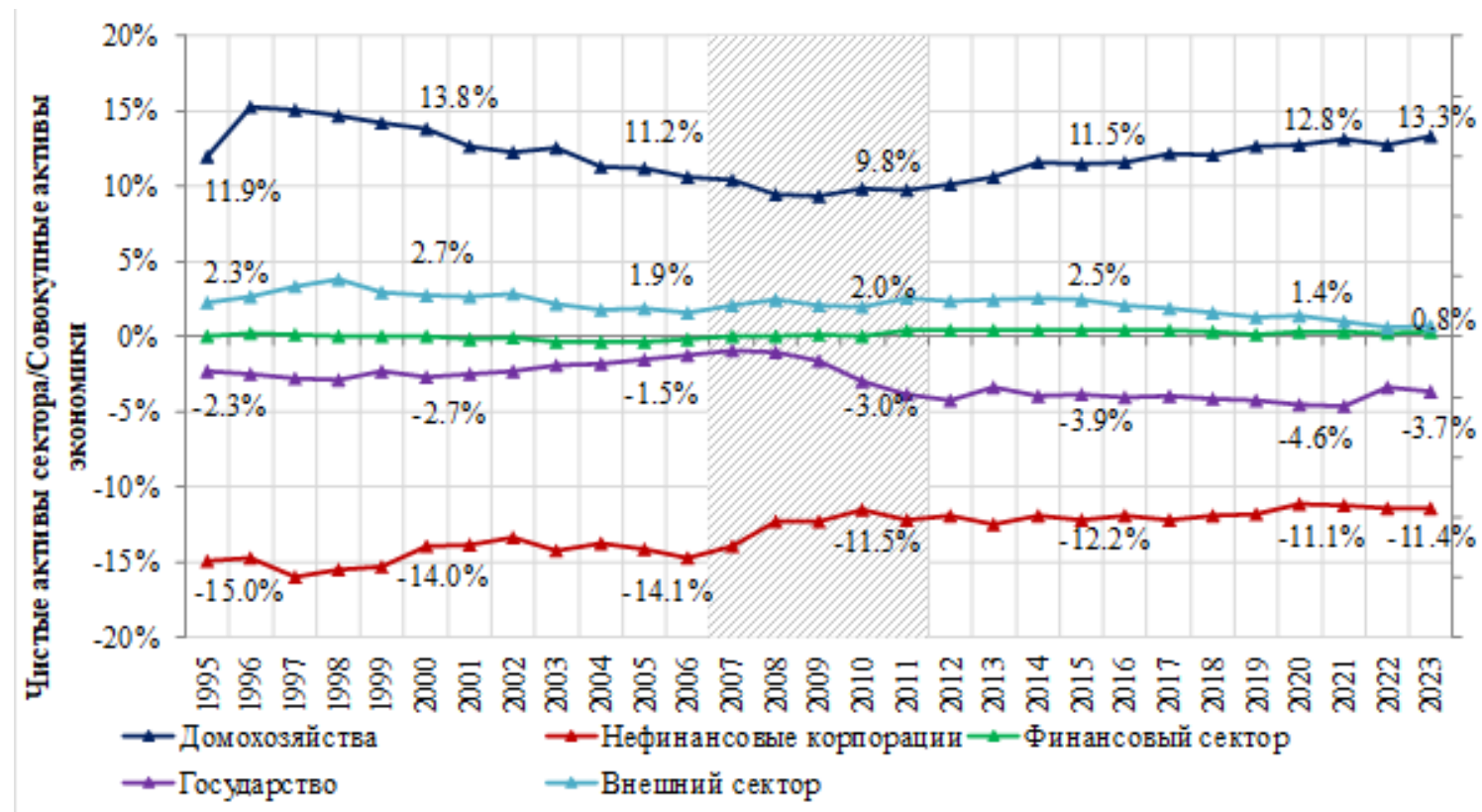
Факторы, оказывающие воздействие на финансовое развитие



Перераспределение финансовых ресурсов между секторами экономики: международный опыт

- Данные по финансовым счетам СНС в разрезе основных секторов экономики по 31 стране*.
- Домохозяйства во всех рассматриваемых странах играют роль чистого кредитора финансовой системы и экономики.
- Изменение размера чистого кредитования со стороны домохозяйств является определяющим фактором для динамики объемов чистого кредитования (заимствования) для остальных секторов экономики.

*Австрия, Бельгия, Великобритания, Венгрия, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Латвия, Литва, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Польша, Португалия, Россия, Словакия, Словения, США, Турция, Финляндия, Франция, Чехия, Чили, Швеция, Эстония, Южная Корея, Япония.



Сохранение роли домохозяйств в качестве чистого кредитора экономики – важнейший фактор финансовой стабильности

Тип динамики	Страны	Кризисы 2007-2009 и 2010-2012 гг. (Laeven, Valencia, 2020)
Заметное увеличение объема обязательств домохозяйств при сохранении (слабом снижении) объема его активов	Австрия, Бельгия, Болгария, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Кипр, Латвия, Литва, Люксембург, Нидерланды, Португалия, Румыния, Финляндия, Франция, Хорватия, Эстония	средний совокупный объем потерь экономики – 32.2% ВВП
Соразмерная динамика активов и обязательств домохозяйств	Венгрия, Норвегия, Польша, Словакия, Словения, США, Чехия, Швейцария	средний совокупный объем потерь экономик – 13.3% ВВП
Сокращение объема обязательств домохозяйств при сохранении (небольшом увеличении) объема его активов	Великобритания, Германия, Швеция, Япония	средний совокупный объем потерь экономик – 15.8% ВВП

*Объем обязательств населения (относительно располагаемых доходов) и чистых активов населения (относительно совокупного объема активов экономики)

Долгосрочное моделирование размера российских финансовых рынков на межстрановых данных

- Предварительный отбор наиболее релевантных факторов развития финансовых рынков на основе обзора литературы и метода BMA (Durlauf et al., 2008; Hasan et al., 2015).
- Разработан показатель, отражающий совокупный уровень развития розничных финансовых рынков при помощи метода главных компонент (по аналогии с работами Sahay et al., 2015; Svirydzenka, 2016).
- Долгосрочные межстрановые модели размеров анализируемых финансовых рынков:
 - $FI_{j,it} = \alpha_{j,i} + \alpha_{j,t} + I_{\{inert\}j} \cdot FI_{j,it-1} + \sum_{n=1}^N \beta_{n,j} \cdot X_{n,j,it} + \varepsilon_{j,it}$
для розничных рынков (63 страны, 2000-2023)
 - $NRF_{it} = \alpha_i + \alpha_t + \gamma_1 \cdot RF_{it-1} + \gamma_2 \cdot RF_{it-1}^2 + \sum_{n=1}^N \beta_n \cdot X_{n,it} + \varepsilon_{it}$
для нерозничных рынков (39 стран, 2000-2023)

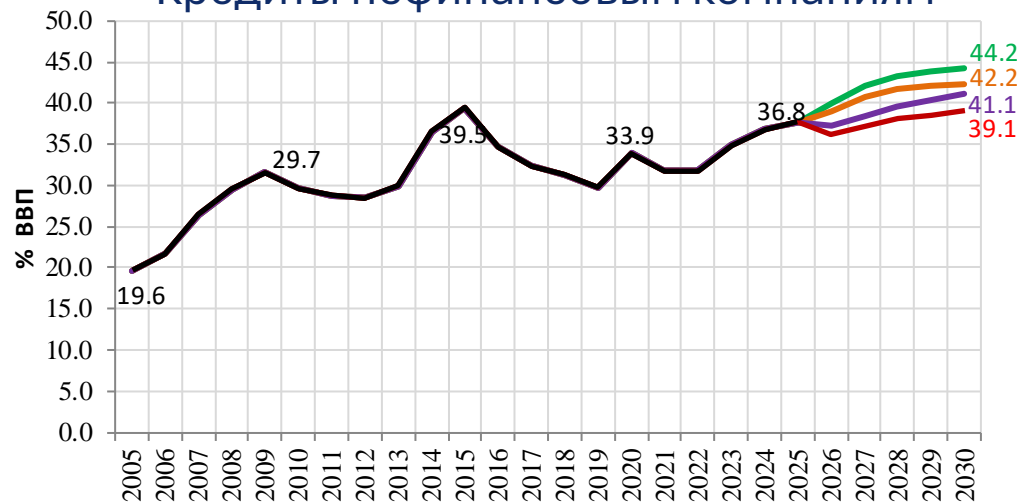
Данные: Всемирный Банк, Евростат, база данных Hupostat Европейской Ипотечной Федерации, ОЭСР, Банк Международных Расчетов, ЕЦБ, аналитические агентства Fraser Institute, Heritage Foundation, Швейцарский Институт Экономики.

Развитие российского финансового сектора: сценарное прогнозирование

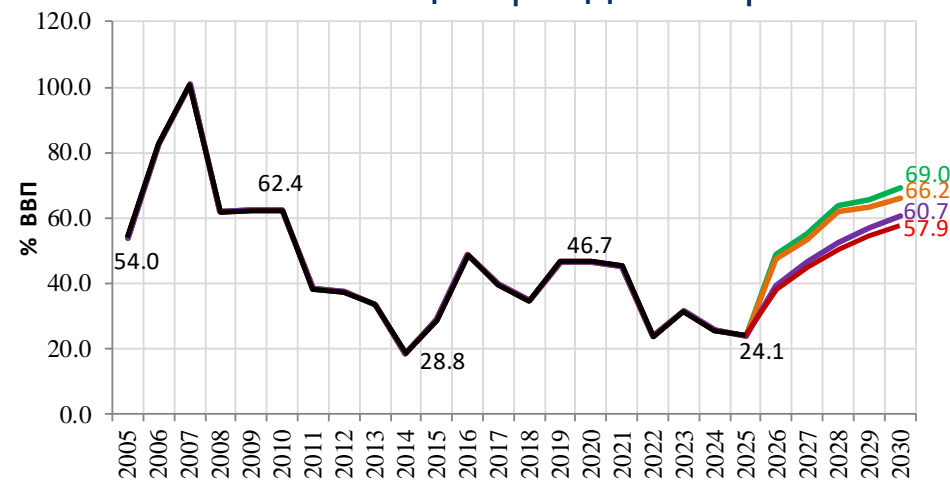
		Институциональные условия	
		+	-
Макроэкономические условия	+	Макро - позитивный, Политика - позитивный	Макро - позитивный, Политика - негативный
	-	Макро - негативный, Политика - позитивный	Макро - негативный, Политика - негативный

Сценарные прогнозы финансовых рынков (в % к ВВП)

Кредиты нефинансовым компаниям



Капитализация фондового рынка



Страховые премии в сегменте «кроме страхования жизни»



- Макро позитивный, политика позитивный
- Макро позитивный, политика негативный
- Макро негативный, политика позитивный
- Макро негативный, политика негативный
- Факт

Потенциал внутреннего финансирования реального сектора экономики

Чистое привлечение средств

трлн. руб.	в среднем за год (2021-25 гг.), факт	в среднем за год (2026-30 гг.), прогноз	Δ
Кредиты			
Макро позитивный, политика позитивный	8.8	12.8	4.0
Макро позитивный, политика негативный	8.8	11.5	2.7
Макро негативный, политика позитивный	8.8	8.7	-0.1
Макро негативный, политика негативный	8.8	7.5	-1.3
Фондовый рынок			
Макро позитивный, политика позитивный	0.7	1.6	0.9
Макро позитивный, политика негативный	0.7	1.0	0.3
Макро негативный, политика позитивный	0.7	1.1	0.5
Макро негативный, политика негативный	0.7	1.0	0.3
ВСЕГО (Кредиты + Фондовый рынок)			
Макро позитивный, политика позитивный	9.5	14.4	4.9
Макро позитивный, политика негативный	9.5	12.5	3.0
Макро негативный, политика позитивный	9.5	9.9	0.4
Макро негативный, политика негативный	9.5	8.5	-0.9

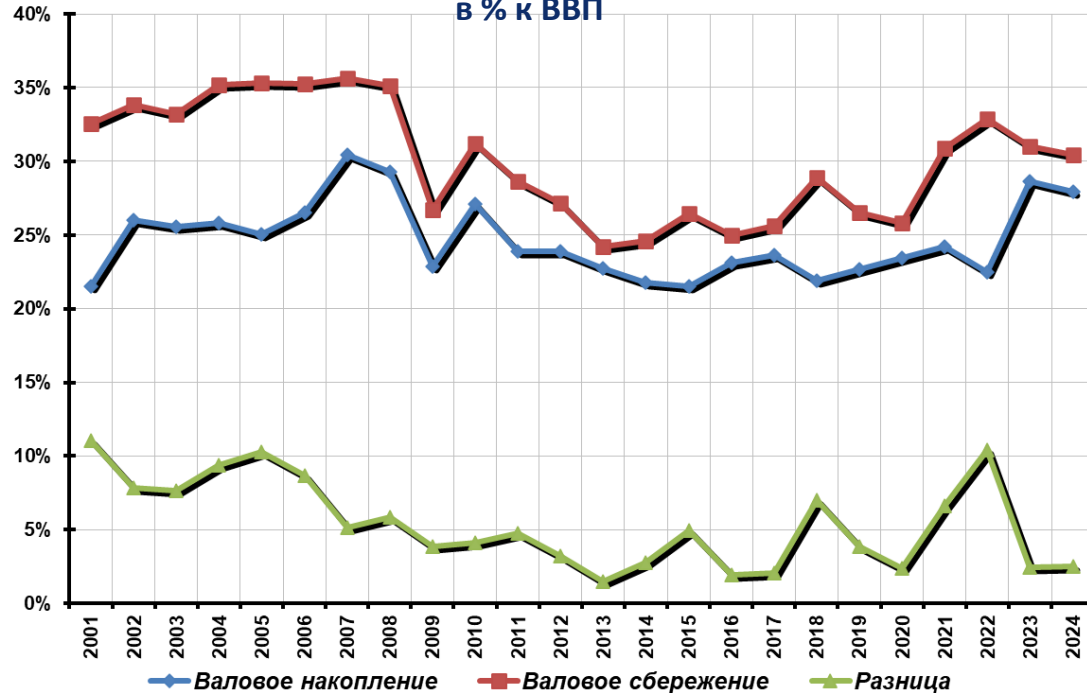
Потенциал внутреннего финансирования реального сектора экономики

Чистое привлечение средств

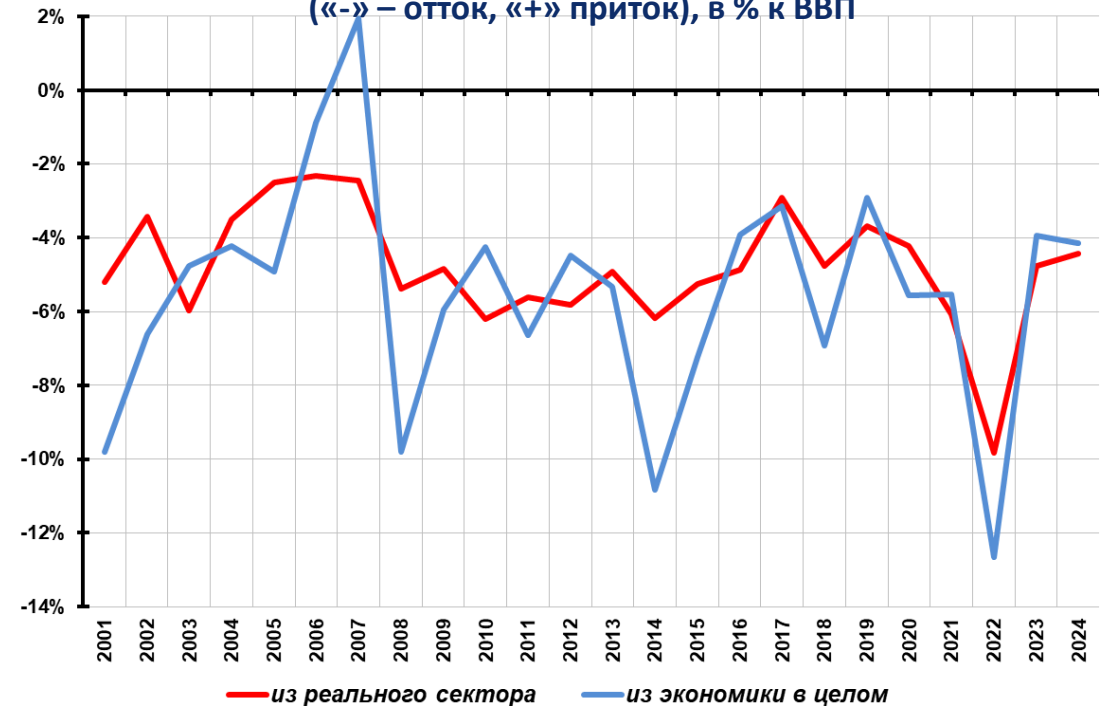
проц. п. ВВП	в среднем за год (2021-25 гг.), факт	в среднем за год (2026-30 гг.), прогноз	Δ
Кредиты			
Макро позитивный, политика позитивный	0.8	1.3	0.5
Макро позитивный, политика негативный	0.8	0.9	0.1
Макро негативный, политика позитивный	0.8	0.7	-0.1
Макро негативный, политика негативный	0.8	0.3	-0.5
Фондовый рынок			
Макро позитивный, политика позитивный	0.4	0.4	0.0
Макро позитивный, политика негативный	0.4	0.3	-0.1
Макро негативный, политика позитивный	0.4	0.3	-0.1
Макро негативный, политика негативный	0.4	0.3	-0.1
ВСЕГО (Кредиты + Фондовый рынок)			
Макро позитивный, политика позитивный	1.1	1.7	0.6
Макро позитивный, политика негативный	1.1	1.2	0.1
Макро негативный, политика позитивный	1.1	1.0	-0.1
Макро негативный, политика негативный	1.1	0.5	-0.6

Дополнительные ресурсы для инвестирования: потребности и скрытые резервы

Валовое национальное сбережение и накопление, в % к ВВП



Чистый отток капитала и инвестиционных доходов («-» – отток, «+» приток), в % к ВВП



- В России наблюдается хронический разрыв между величиной валовых национальных сбережений и внутренними инвестициями -3-5% ВВП (в среднем за год). Преодоление этого разрыва (повышение «КПД сбережений») обеспечит необходимые для увеличения инвестиционной активности финансовые ресурсы.
- В среднесрочной перспективе основным источником дополнительных инвестиционных ресурсов, восполняющим этот разрыв, может быть только *снижение чистого оттока капитала за рубеж* из реального сектора. В основном, использование данных ресурсов будет принимать форму расширения самофинансирования бизнеса (иногда принимающую вид взаимного инвестирования нефинансовых компаний одной группы).
- Это может обеспечить дополнительные источники финансирования инвестиций в основной и оборотный капитал в размере 3-5% ВВП ежегодно.

Возможные направления действий по сокращению чистого оттока капитала из реального сектора

- Институциональные изменения (в части институтов наследования, корпоративного управления, работа с социокультурными «архетипами» и др.), обеспечивающие формирование долгосрочных мотиваций у собственников компаний.
- Выработка у бизнеса во взаимодействии государством системных представлений о «точках» роста.
- «Инжиниринг финансовой системы» – разработка способов расшивки в ней «узких мест», препятствующих трансформации капиталов по срокам, а также эффективному управлению рисками (развитие отечественных системно-значимых фондов прямых инвестиций, инструментов хеджирования и страхования рисков и др.).
- Гибкое использование элементов капитального контроля как способа перевода системы из неэффективного равновесия в эффективное («эффект разбитых окон»).

Ключевые результаты

- Потенциал дополнительного увеличения финансирования реального сектора на внутреннем рынке *в среднесрочной перспективе* за счет привлеченных средств не превышает 0.6 проц. п. ВВП (в среднем за год).
- Это существенно меньше, чем потребность в дополнительном расширении инвестиций в основной и оборотный капитал для поддержания темпов экономического роста не ниже среднемировых.
- Восполнение этого разрыва возможно только за счет сокращения чистого оттока капитала из реального сектора. В основном, использование данных ресурсов будет принимать форму расширения самофинансирования бизнеса (иногда принимающую вид взаимного инвестирования нефинансовых компаний одной группы).
- Динамика розничных сегментов оказывает значимое влияние на развитие финансового сектора. Домохозяйства – основной поставщик финансовых ресурсов, а также «драйвер» изменений в структуре финансового сектора. Как в текущих условиях, так и на прогнозном периоде до 2030 г. Россия будет находиться далеко от состояния, когда чрезмерное развитие розничных финансовых рынков может привести к сжатию нерозничных финансовых рынков.