

**Ежегодная конференция Ассоциации независимых
центров экономического анализа (АНЦЭА)
«Новая реальность: экономический анализ»**

**Розничные финансовые рынки как
катализатор развития финансового сектора**

Вера Панкова, ведущий эксперт ЦМАКП

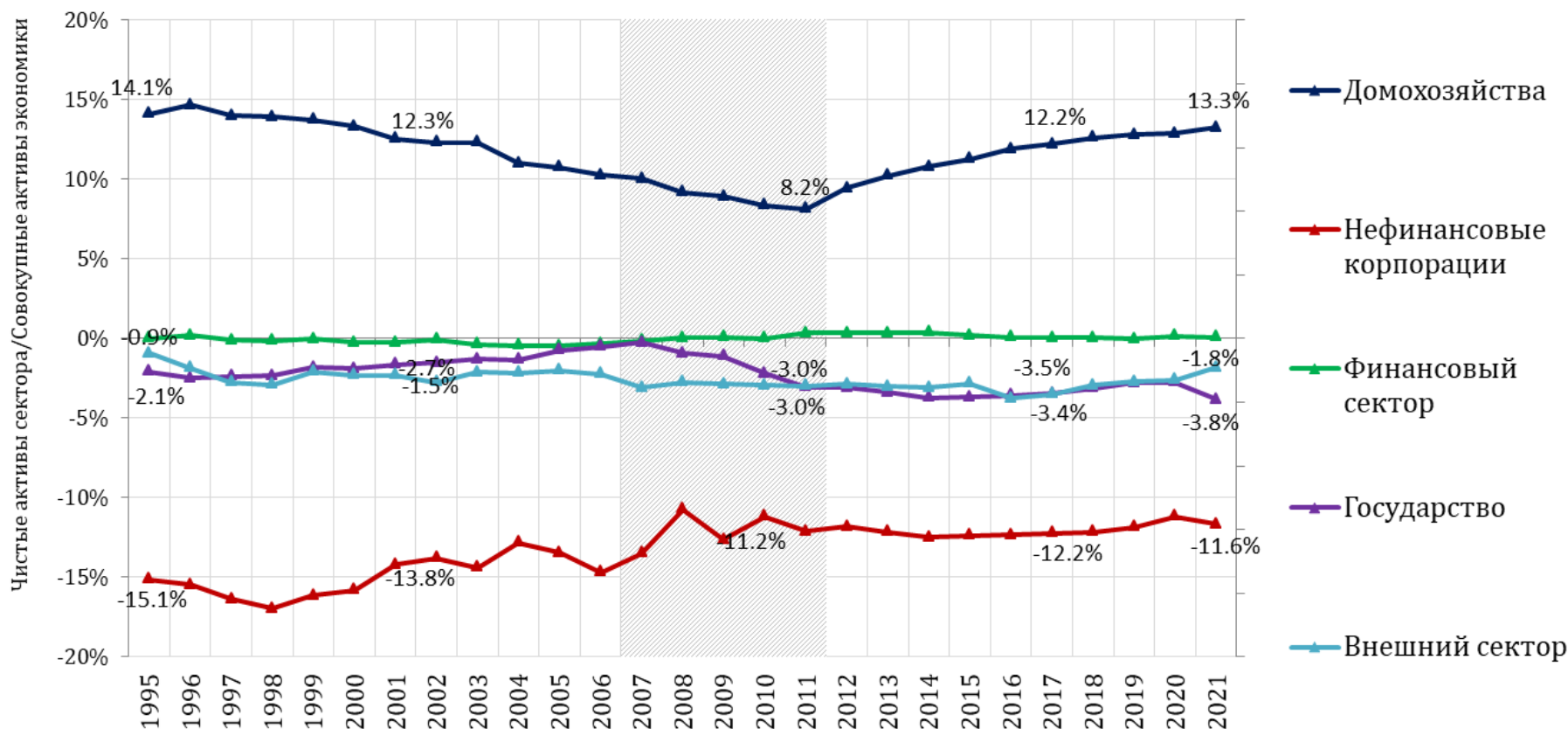
14 октября 2022 год

Мотивация

- Анализ факторов, определяющих динамику развития финансовых рынков: макроэкономические, институциональные, демографические, финансовые (*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 между различными сегментами финансового сектора (*Beck, Webb, 2003; Chan et al., 2005; Cottarelli et al., 2005; Davis, 2005; Rocholl, Niggemann, 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*).
- В данной работе рассматривается как розничные рынки (кредитования домохозяйств, страхования жизни, негосударственных пенсионных накоплений) влияют на развитие финансового сектора посредством влияния на прочие – наиболее крупные нерозничные финансовые рынки (кредитования компаний, фондовый рынок и рынок страхования).

Роль финансовых активов и пассивов домохозяйств в развитии финансового сектора и экономики

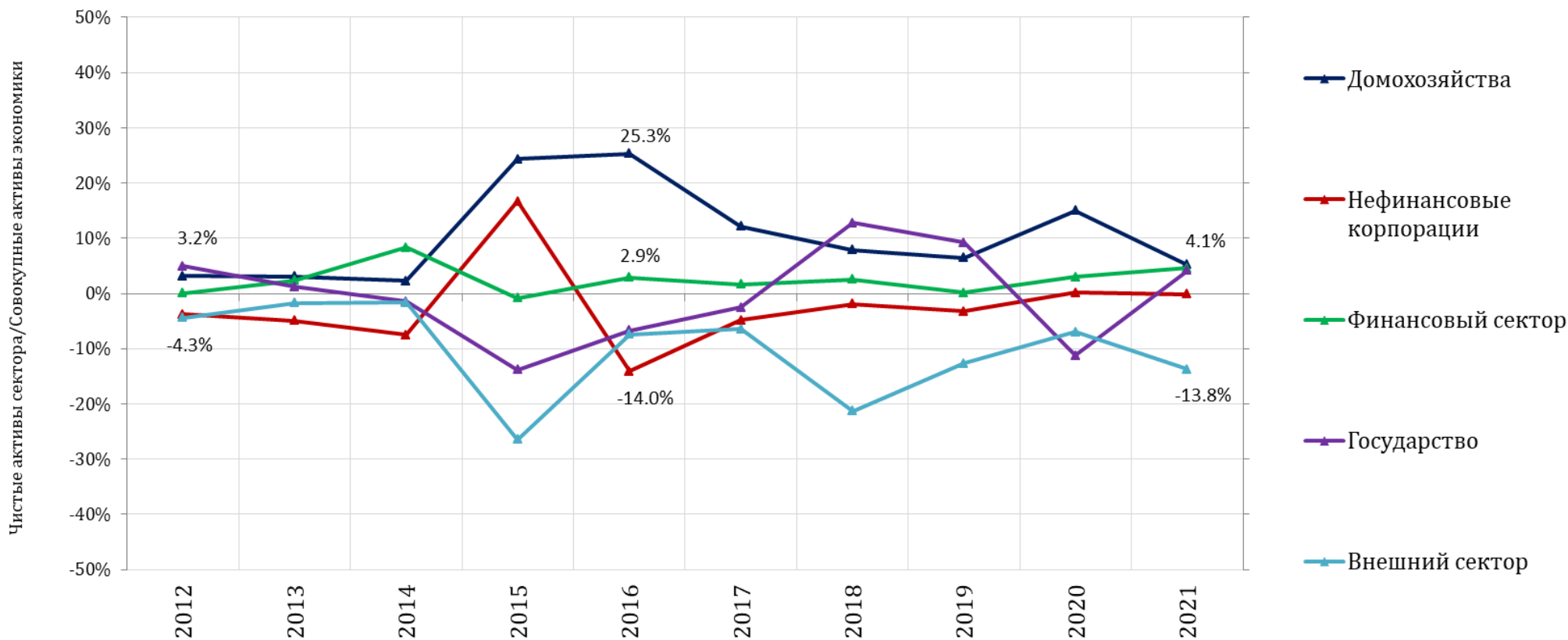
- Данные по финансовым счетам СНС в разрезе основных секторов экономики по 31 стране*.
- Домохозяйства во всех рассматриваемых странах играют роль чистого кредитора финансовой системы и экономики.
- Изменение размера чистого кредитования со стороны домохозяйств является определяющим фактором для динамики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

Роль финансовых активов и пассивов домохозяйств в развитии финансового сектора и экономики: Россия

- Данные по финансовым счетам СНС в разрезе основных секторов экономики
- Роль домохозяйств как чистого кредитора, как и по выборке в целом

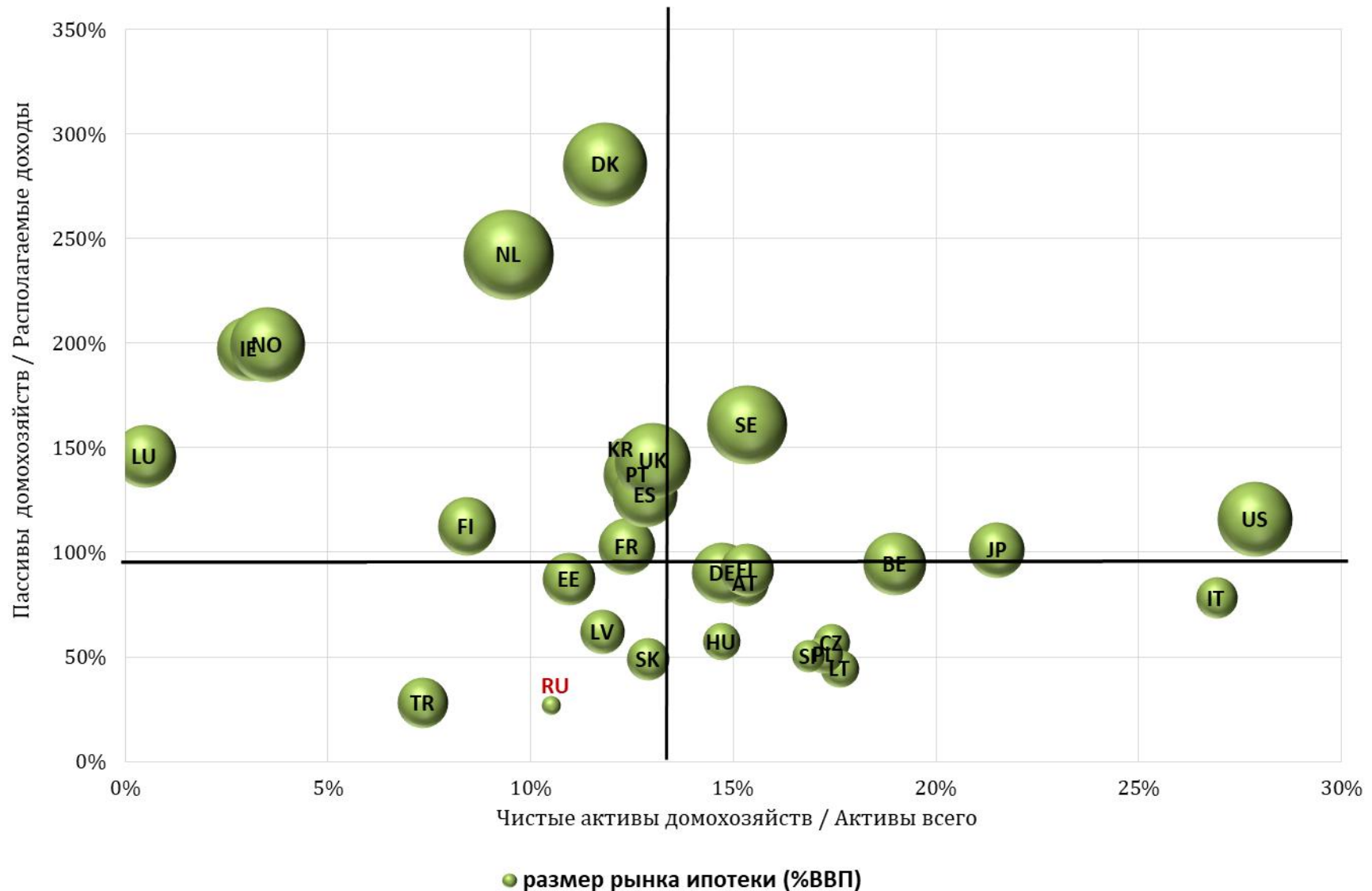


Классификации стран по типам динамики финансовых обязательств и активов населения за 1995-2020 гг.

Тип динамики	Страны	Кризис 2007-2009 (Laeven, Valencia, 2020)
Увеличение обязательств* домохозяйств при сохранении (слабом росте) их активов*	Австрия, Бельгия, Великобритания, Венгрия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Латвия, Литва, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Словакия, США, Финляндия, Франция, Чили, Эстония	Наблюдался (за исключением Канады, Литвы, Норвегии, Словакии, Финляндии, Чили, Эстонии; средний масштаб потерь – 41.7 проц. п.)
Увеличение обязательств домохозяйств при соразмерном увеличении их активов	Польша, Словения, Чехия, Швеция, Южная Корея	Не наблюдался (за исключением Швеции – 25.5 проц. п.)
Сокращение обязательств населения при увеличении их активов	Германия, Япония	Не наблюдался (за исключением Германии – 12.3 проц. п.)

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

Взаимосвязь уровня долговой нагрузки населения и размера рынка ипотеки (в среднем за 2005–2020 гг.)



Размер долговой нагрузки домохозяйств тесно скоррелирован с размером ипотечного рынка. Это означает, что он также тесно связан с пузырями цен на недвижимость и экономической активностью в секторе строительства.

Методология исследования

- Межстрановые панельные данные
- Фактор развития розничных финансовых рынков
- Проверка нелинейного влияния развития розничных рынков
- Контрольные факторы: макроэкономические, демографические, финансовые, институциональные
- 2-SLS GMM оценка
- Общий вид оцениваемой спецификации моделей:

$$NRF_{it} = \alpha_i + \gamma_1 \cdot RF_{it-1} + \gamma_2 \cdot RF_{it-1}^2 + \sum_{n=1}^N \beta_n \cdot X_{n,it} + \varepsilon_{it}$$

- Выбор показателя, отражающего развитие розничных сегментов:
 - учесть не только финансовые обязательства домохозяйств, но и активы;
 - значимая корреляция между показателями, отражающими развитие розничных сегментов

→ Метод главных компонент

Данные

- **39** развитых и развивающихся **экономик**
- существенная вариация в уровнях развития финансовых рынков
- период **1990-2018 гг.**
- Источники данных:
 - **World Bank** (активы НПФ, капитализация фондового рынка, объем премий по страхованию жизни / кроме жизни, темп роста ВВП, ИПЦ, ресурсная рента, коэффициент демографической нагрузки детьми и пожилыми и др.);
 - **Bank for International Settlements** (кредиты домохозяйствам и кредиты нефинансовым компаниям);
 - **Fraiser Institute** и **Heritage Foundation** (индекс экономической глобализации, индекс независимости судов, индекс защиты прав собственности).

Сводный индикатор развития розничных сегментов финансового сектора

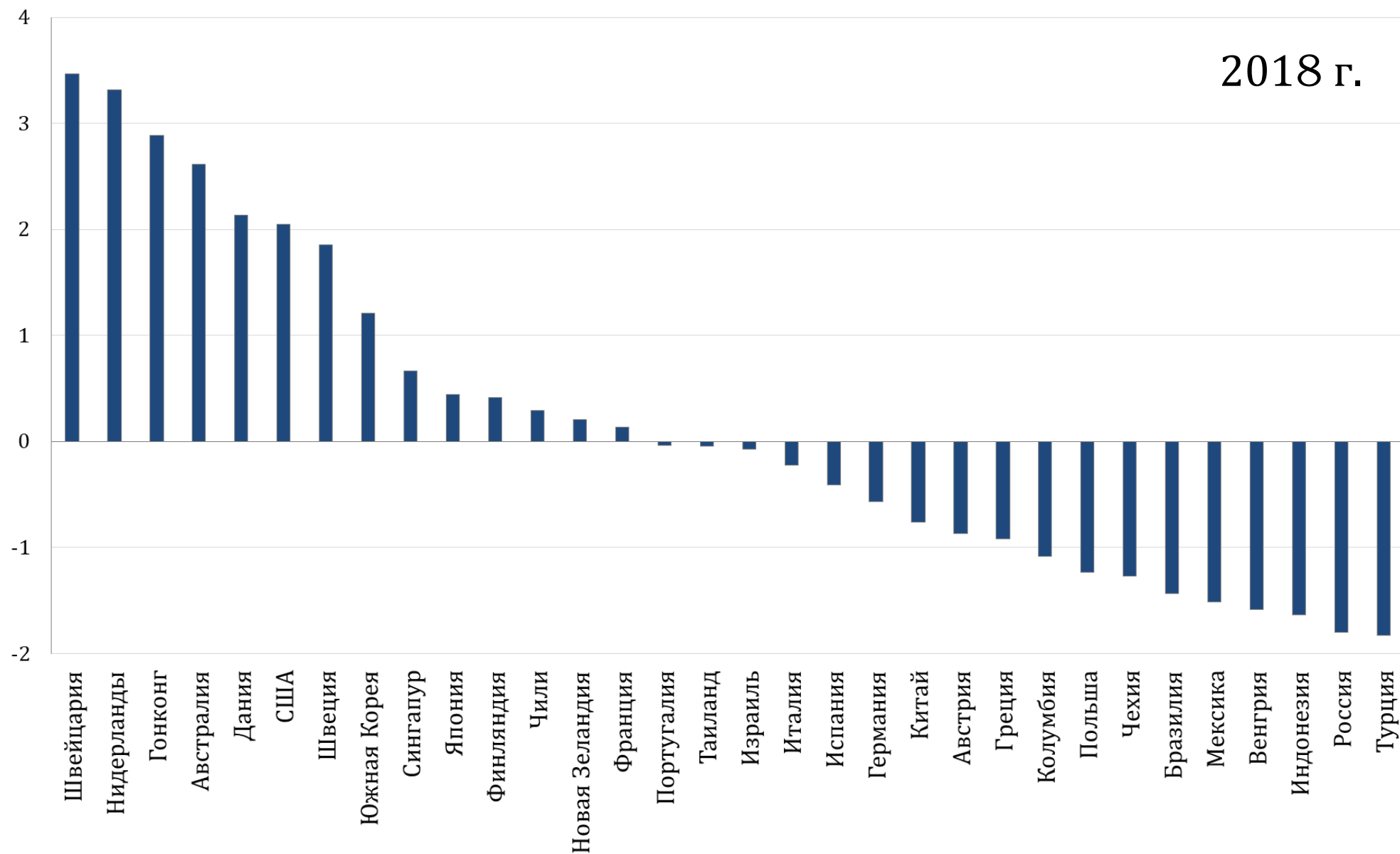
Метод главных компонент (Sahay et al., 2015; Svirydzenka, 2016)

- *Базовая версия* сводного индикатора:
 - Кредиты домохозяйствам;
 - Активы НПФ;
 - Объем премий по страхованию жизни.
 - Первая главная компонента объясняет 65,2% совокупной дисперсии.
- *Дополнительная версия* сводного индикатора:
 - Активы НПФ;
 - Объем премий по страхованию жизни.
 - Первая главная компонента объясняет 65,3% совокупной дисперсии.

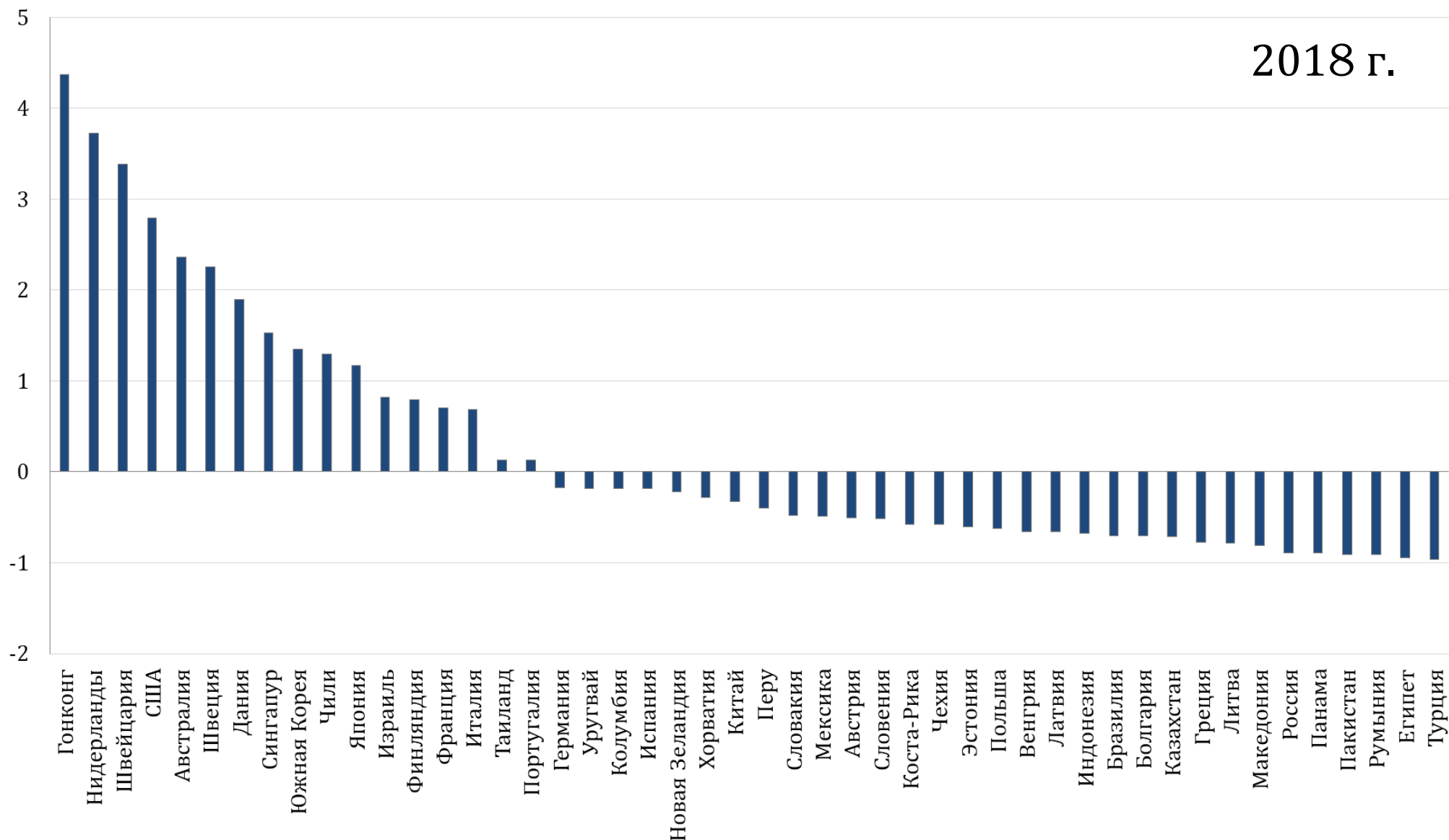
Факторы	Факторные нагрузки	
	Первая компонента	Вторая компонента
Объем премий по страхованию жизни	0.507	0.817
Кредиты домохозяйствам	0.637	-0.139
Активы НПФ	0.576	-0.560

Факторы	Факторные нагрузки	
	Первая компонента	Вторая компонента
Объем премий по страхованию жизни	0.707	-0.707
Активы НПФ	0.707	0.707

Распределение стран по размеру сводного индикатора развития розничных сегментов финансового сектора (базовая версия с учетом кредитов домохозяйствам)



Распределение стран по размеру сводного индикатора развития розничных сегментов финансового сектора (дополнительная версия без учета домохозяйств)



Оценка воздействия развития розничных сегментов на кредитование нефинансовых компаний

	I	II	III
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами (лаг=1)	13.659*** (1.734)		
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами, квадрат (лаг=1)	-1.454*** (0.373)		
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов (лаг=1)		7.758*** (2.120)	
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов, квадрат (лаг=1)		-0.144 (0.468)	
Кредиты домохозяйствам/ВВП (лаг=1)			0.659*** (0.103)
Кредиты домохозяйствам/ВВП, квадрат (лаг=1)			-0.001** (0.001)
Количество наблюдений	525	525	525
Количество стран	39	39	39
Контрольные переменные	+	+	+
Фиксированные эффекты (по странам)	+	+	+
R ²	45%	31%	49%
Корреляция Y и \hat{Y}	97%	96%	97%
p-значение J-статистики (тест Хансена)	0.256	0.079	0.355
F-статистика (Крэг-Дональд Вальд тест)	85.6	128.4	49.2

Влияние розничных сегментов:

- **значимое**
- **нелинейное** (когда включены кредиты домохозяйствам)

Оценка воздействия развития розничных сегментов на фондовый рынок

	I	II	III	IV
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами (лаг=1)	8.803** (3.495)	7.456*** (2.516)		
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами, квадрат (лаг=1)	-0.947 (0.957)			
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов (лаг=1)			6.394** (2.585)	
Кредиты домохозяйствам/ВВП (лаг=1)				0.126 (0.117)
Количество наблюдений	605	605	605	605
Количество стран	37	37	37	37
Контрольные переменные	+	+	+	+
Фиксированные эффекты (по странам)	+	+	+	+
R ²	10%	7%	18%	13%
Корреляция Y и \hat{Y}	91%	91%	92%	91%
p-значение J-статистики (тест Хансена)	0.373	0.549	0.422	0.316
F-статистика (Крэг-Дональд Вальд тест)	13.33	12.25	16.48	6.05

Влияние розничных сегментов:

- значимое
- линейное

Оценка воздействия развития розничных сегментов на рынок страхования (кроме страхования жизни)

	I	II	III	IV
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами (лаг=1)	0.085*** (0.032)			
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами, квадрат (лаг=1)	-0.019* (0.011)			
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов (лаг=1)		0.061* (0.035)		
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов, квадрат (лаг=1)		-0.019* (0.011)		
Кредиты домохозяйствам/ВВП (лаг=1)			0.007*** (0.003)	
Кредиты домохозяйствам/ВВП, квадрат (лаг=1)			-0.000 (0.000)	
Объем страховых премий в сегменте страхования жизни/ВВП (лаг=1)				0.045** (0.020)
Объем страховых премий в сегменте страхования жизни/ВВП, квадрат (лаг=1)				-0.002* (0.001)
Количество наблюдений	628	628	628	628
Количество стран	38	38	38	38
Контрольные переменные	+	+	+	+
Фиксированные эффекты (по странам)	+	+	+	+
R ²	3%	4%	4%	6%
Корреляция Y и \hat{Y}	96%	96%	95%	96%
p-значение J-статистики (тест Хансена)	0.379	0.296	0.170	0.172
F-статистика (Крэг-Дональд Вальд тест)	14.41	15.47	8.71	14.46

Влияние розничных сегментов:

- **значимое**
- **нелинейное** (когда включены премии по страхованию жизни)

Выводы

- Развитие розничных сегментов финансового сектора оказывает значимое влияние на развитие других финансовых рынков, и, как следствие, на развитие финансового сектора в целом.
- Сбалансированность роста активов и обязательств домохозяйств является фактором устойчивого развития финансового сектора.
- С одной стороны, рост размеров розничных рынков стимулирует развитие нерозничных финансовых рынков – рынка корпоративного кредитования, фондового рынка и рынка страхования.
- С другой стороны, перегрев розничного кредитного рынка оказывает негативное влияние на устойчивость банковского сектора и впоследствии приводит к сокращению размеров рынка корпоративного кредитования. Кроме того, чрезмерно быстрое развитие сегмента страхования жизни может тормозить развитие прочих сегментов страхового рынка.

Спасибо за внимание!



ПРИЛОЖЕНИЕ



Описательные статистики для выборки, 39 стран

Источник: расчеты автора по данным World Bank, Bank for International Settlements, European Central Bank, Fraser Institute, Heritage Foundation.

Показатель	Количество наблюдений	Мат. ожидание	Станд. отклон.	Мин.	Макс.
Показатели финансового развития розничных сегментов					
Кредиты домохозяйствам / ВВП, %	1057	47,4	28,4	0,1	139,4
Объем премий по страхованию жизни / ВВП, %	826	3,3	2,6	0,0	18,1
Активы негосударственных пенсионных фондов / ВВП, %	638	31,7	35,3	0,0	148,7
Депозиты домохозяйств / ВВП, %	262	49,1	16,8	11,8	85,9
Показатели финансового развития нерозничных сегментов					
Кредиты нефинансовым компаниям / ВВП, %	1057	73,7	30,1	13,1	149,7
Капитализация фондового рынка / ВВП, %	975	70,1	78,8	0,3	1017,2
Объем премий по страхованию (кроме жизни) / ВВП, %	849	1,8	0,7	0,0	5,0
Макроэкономические показатели					
ВВП, темп роста, %	1045	3,0	2,9	−9,1	14,5
ВВП на душу населения, тыс. долл.	1046	22,9	16,6	0,7	88,4
ИПЦ, %	1057	4,5	5,8	−4,0	60,3
Ресурсная рента / ВВП, %	1013	1,9	3,5	0,0	21,7
Институциональные показатели					
Индекс экономической глобализации (де-юре)	1024	74,5	14,7	25,4	94,9
Индекс независимости судов	656	6,6	2,0	2,1	9,8
Индекс защиты прав собственности	801	72,2	19,1	20,0	98,4
Демографические показатели					
Коэффициент демог. нагрузки (дети), %	1057	29,9	8,5	15,8	65,2
Коэффициент демог. нагрузки (пожилые), %	1057	19,5	7,1	6,6	46,2

Оценка воздействия развития розничных сегментов финансового сектора на кредитование нефинансовых компаний (в % к ВВП)

	I	II	III
1. Макроэкономические переменные			
ВВП на душу населения, тыс. долл.	0,794*** (0,099)	1,064*** (0,093)	0,638*** (0,119)
Инфляция (ИПЦ), %	-0,541*** (0,086)	-0,615*** (0,119)	-0,468*** (0,084)
Ресурсная рента/ВВП, %	-2,026*** (0,265)	-2,031*** (0,287)	-1,861*** (0,265)
2. Финансовые переменные			
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами (лаг=1), безразм.	13,659*** (1,734)		
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами, квадрат (лаг=1), безразм.	-1,454*** (0,373)		
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов (лаг=1), безразм.		7,758*** (2,120)	
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов, квадрат (лаг=1), безразм.		-0,144 (0,468)	
Кредиты населению / ВВП (лаг=1), %			0,659*** (0,103)
Кредиты населению / ВВП, квадрат (лаг=1), %			-0,001** (0,001)
Индекс конкуренции Лернера, безразм.	-12,548** (5,376)	-11,322** (5,694)	-9,936* (5,474)
Отношение издержек к доходам (для банков), %	-0,019 (0,038)	-0,085* (0,044)	-0,010 (0,039)
Отношение капитала и совокупных активов, %	-1,640*** (0,341)	-1,956*** (0,384)	-0,982*** (0,349)
3. Институциональные переменные			
Индекс защиты прав собственности и обеспечения исполнения контрактов, безразм.	0,334*** (0,068)	0,270*** (0,070)	0,346*** (0,062)
Количество наблюдений	525	525	525
Количество стран	39	39	39

Оценка воздействия развития розничных сегментов финансового сектора на капитализацию фондового рынка (в % к ВВП)

	I	II	III	IV
1. Макроэкономические переменные				
ВВП на душу населения, темп роста, безразм.	77,679*** (21,717)	84,134*** (23,325)	60,840*** (19,765)	70,536* * (34,400)
2. Финансовые переменные				
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами (лаг=1), безразм.	8,803** (3,495)	7,456*** (2,516)		
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами, квадрат (лаг=1), безразм.	-0,947 (0,957)			
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов (лаг=1), безразм.			6,394** (2,585)	
Кредиты населению/ВВП (лаг=1), %				0,126 (0,117)
Индекс Доу-Джонса, безразм.	0,001*** (0,000)	0,001*** (0,000)	0,001*** (0,000)	0,001** * (0,000)
3. Институциональные переменные				
Индекс экономической глобализации (де-юре), безразм.	0,800*** (0,157)	0,816*** (0,153)	0,781*** (0,133)	0,841** * (0,143)
Индекс правовой системы и защиты прав собственности, безразм.	5,491*** (1,890)	5,559*** (1,919)	5,675*** (1,779)	5,642*** (1,860)
4. Демографические переменные				
Коэффициент демографической нагрузки (дети), %	-0,749* (0,421)	-0,833** (0,393)	-1,053*** (0,336)	- 0,975** (0,424)
Количество наблюдений	605	605	605	605
Количество стран	37	37	37	37

Оценка воздействия развития розничных сегментов финансового сектора на объем страховых премий (в % к ВВП) без учета сегмента страхования жизни

	I	II	III	IV
1. Макроэкономические переменные				
ВВП на душу населения, темп роста, безразм.	0,427* (0,231)	0,238 (0,228)	1,233*** (0,312)	0,097 (0,231)
Инфляция ИПЦ, %	-0,003** (0,002)	-0,005*** (0,002)	-0,005** (0,003)	-0,005*** (0,002)
Ресурсная рента / ВВП, %	-0,027*** (0,008)	-0,023*** (0,007)	-0,047*** (0,010)	-0,019*** (0,007)
2. Финансовые переменные				
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами (лаг=1), безразм.	0,085*** (0,032)			
Сводный индекс развития розничных сегментов с кредитами, квадрат (лаг=1), безразм.	-0,019* (0,011)			
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов (лаг=1), безразм.		0,061* (0,035)		
Сводный индекс развития розничных сегментов без кредитов, квадрат (лаг=1), безразм.		-0,019* (0,011)		
Кредиты населению / ВВП (лаг=1), %			0,007*** (0,003)	
Кредиты населению / ВВП, квадрат (лаг=1), %			-0,000 (0,000)	
Объем страховых премий в сегменте страхования жизни / ВВП (лаг=1), %				0,045** (0,020)
Объем страховых премий в сегменте страхования жизни / ВВП, квадрат (лаг=1), %				-0,002* (0,001)
3. Институциональные переменные				
Индекс защиты прав собственности, безразм.	0,003 (0,011)	0,013 (0,011)	-0,001 (0,014)	0,012 (0,011)
4. Демографические переменные				
Коэффициент демографической нагрузки (пожилые), %	-0,014*** (0,004)	-0,011*** (0,004)	-0,012*** (0,004)	-0,013*** (0,004)
Количество наблюдений	628	628	628	628
Количество стран	38	38	38	38