



Защита кандидатской диссертации

20 февраля 2026

Моделирование динамики розничных сегментов финансового рынка и оценка ее воздействия на развитие финансового сектора России

Панкова Вера Александровна

Ведущий эксперт ЦМАКП, научный сотрудник ИНП РАН

Научный руководитель: Солнцев Олег Геннадиевич

к.э.н., ведущий научный сотрудник лаборатории анализа и прогноза экономических процессов НИУ ВШЭ, заместитель ген. директора, руководитель направления анализа денежно-кредитной политики ЦМАКП, заведующий лабораторией ИНП РАН

- **Россия:** 1) Быстрый рост розничного сегмента российского финансового сектора в последние годы, который воспринимается как потенциальный источник рисков. При этом, в последние **20** лет розничные рынки являлись мощным фактором развития российского финансового сектора. Существуют ли оптимальные границы такого развития?
- 2) Предпосылки к тому, что быстрый рост розничного сегмента отбирает ресурсы для финансирования реального сектора.
- **Мировой опыт:** Ипотека и производные от нее ценные бумаги стали причиной Великой Рецессии (**2007-2009** гг.).
- Розничные финансовые рынки – источник развития финансового сектора?
- Существуют ли оптимальные границы развития розничных финансовых рынков и каковы эти границы применительно к России?

- Анализ факторов, определяющих динамику развития финансовых рынков: макроэкономические, институциональные, демографические, финансовые, факторы политики, культуры, религии (**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**).

В Научная проблема, объект и предмет исследования

4

- В литературе развитие розничных финансовых рынков (рынка кредитования домохозяйств) часто рассматривается как угроза финансовой стабильности, однако их развитие как драйвер роста финансового сектора не принимается во внимание



- Анализ обоих аспектов для различных стран, включая Россию
- Анализ розничных финансовых рынков не только как отдельных рынков, а как подсистемы

Объект исследования: розничные сегменты российского финансового сектора.

Предмет исследования: влияние динамики розничных финансовых рынков на развитие российского финансового сектора в целом (на историческом и прогнозном периоде), а также воздействие фундаментальных факторов (макроэкономических, институциональных, демографических, финансовых) на траекторию развития российских розничных финансовых рынков.

Цель исследования: выявление направления (стимулирующее и/или угнетающее), силы и особенностей влияния развития розничных финансовых рынков на развитие финансового сектора в целом.

Задачи исследования:

- 1) Определение роли финансов домохозяйств в финансовой системе и экономике в целом.
- 2) Выявление набора наиболее значимых детерминант, воздействующих на долгосрочное развитие розничных финансовых рынков различных стран, в том числе, России.
- 3) Выявление факторов, определяющих развитие российского рынка кредитования домохозяйств в среднесрочном периоде с учетом его взаимосвязи с динамикой доходов, расходов и сбережений населения.
- 4) Разработка интегрального показателя, позволяющего оценивать динамику развития розничных финансовых рынков как единой системы.
- 5) Количественная оценка влияния развития розничных финансовых рынков на долгосрочное развитие финансового сектора в целом.
- 6) Прогнозирование динамики развития ключевых российских финансовых рынков до **2030** г. с учетом влияния динамики розничных финансовых рынков на нерозничные.

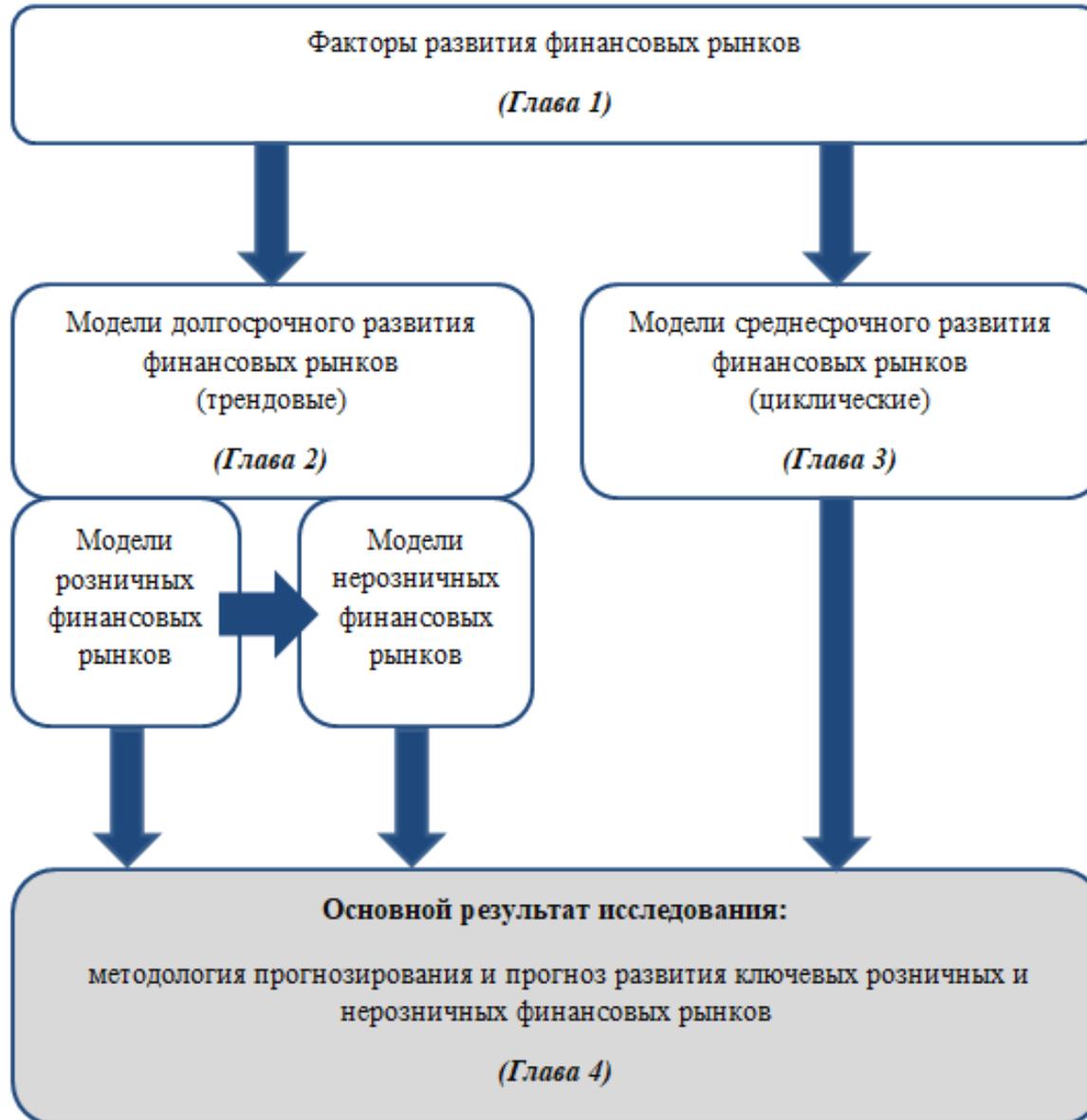
Методологическая основа:

- статистический анализ динамики развития розничных финансовых рынков;
- эконометрические модели развития розничных и нерозничных финансовых рынков (эконометрические модели на панельных данных с фиксированными по странам эффектами, системы одновременных уравнений для временных экономических рядов, метод байесовского модельного усреднения, метод главных компонент);
- сценарный анализ прогнозов развития финансового сектора и его отдельных сегментов.

Информационные источники:

- Межстрановые (Всемирный Банк, Евростат, база данных **Hypostat** Европейской Ипотечной Федерации, база данных о банковских кризисах **Laeven, Valencia (2020)**, ОЭСР, Банк Международных Расчетов, ЕЦБ, аналитические агентства **Fraser Institute, Heritage Foundation**, Швейцарский Институт Экономики.
- Отечественные (Росстат и Банк России).

Структура диссертационного исследования



ГЛАВА 1.

Факторы развития финансовых рынков



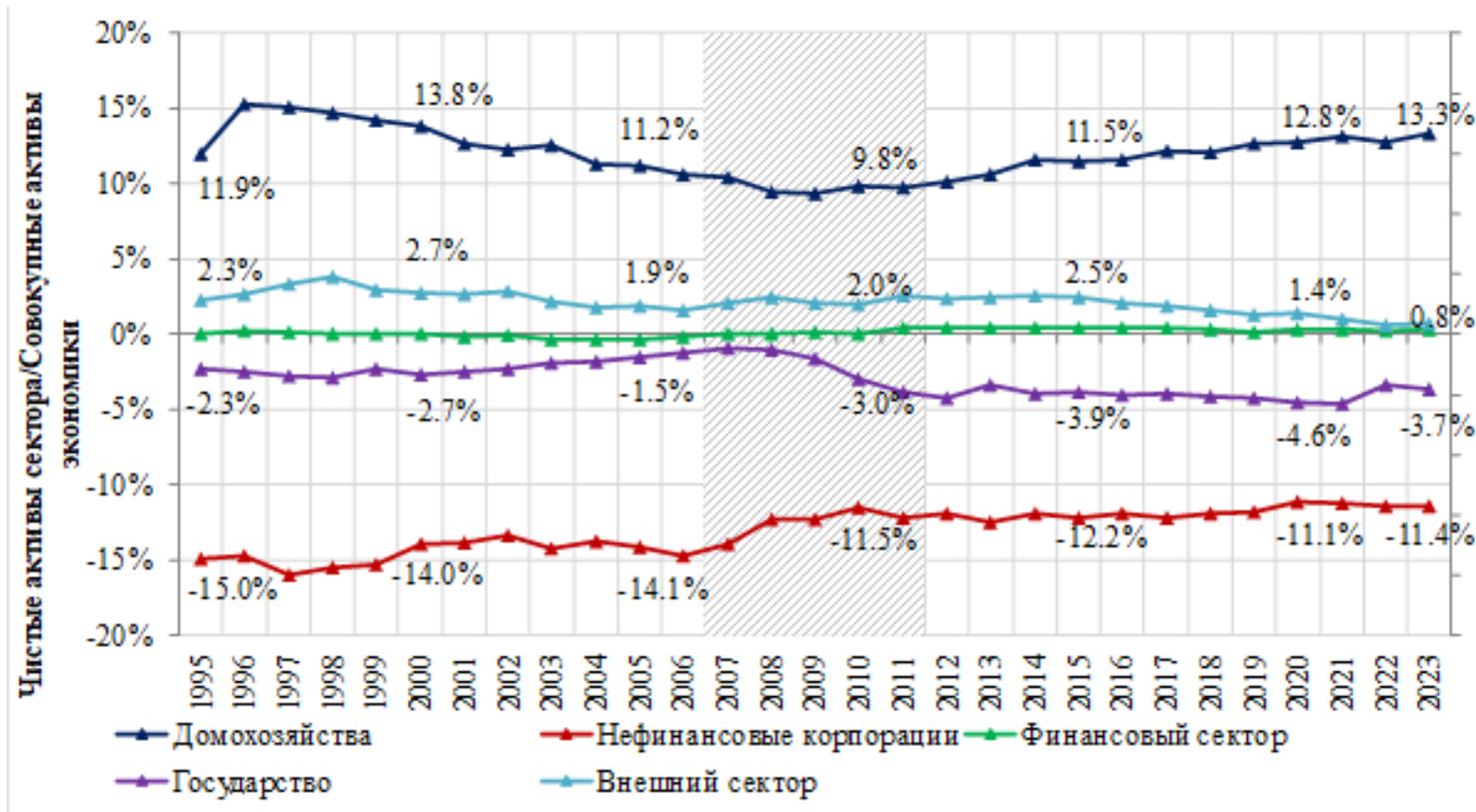
Что сделано:

- Deskриптивный анализ факторов финансового развития на основе анализа литературы;
- Схема, отображающая многообразие факторов и взаимосвязи между ними, а также их роль для развития финансовых рынков в кратко-, средне- и долгосрочном периодах.
- Статистический анализ данных по финансовым счетам системы национальных счетов (СНС) в разрезе основных секторов экономики по выборке из **31** страны.



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.

Р Классификации стран по типам динамики финансовых обязательств и активов населения за 1995-2005 гг.

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

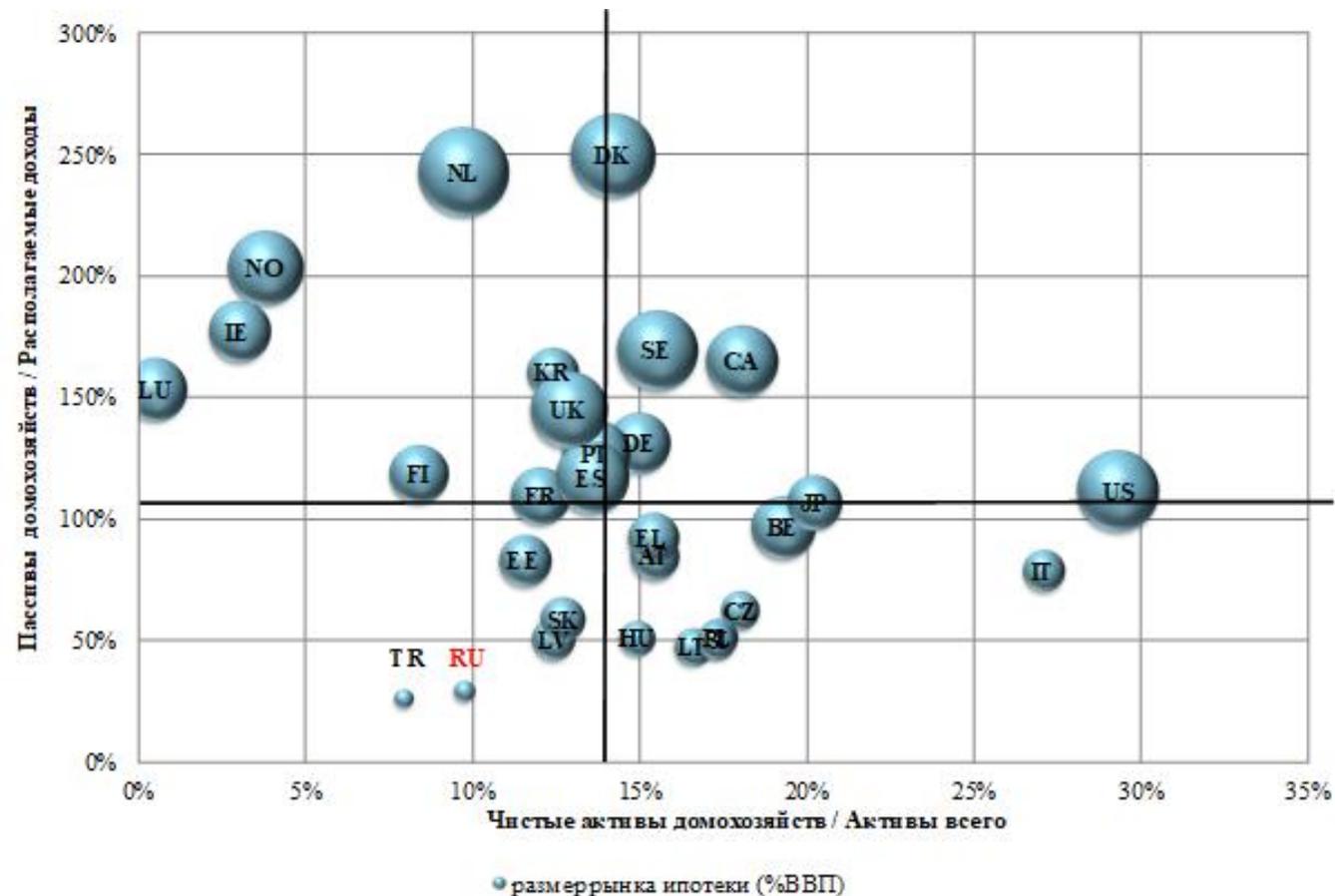
*Объем обязательств населения (относительно располагаемых доходов) и чистых активов населения (относительно совокупного объема активов экономики)



Взаимосвязь уровня долговой нагрузки населения и размера рынка ипотеки (в среднем за 2005–2021 гг.)

12

- 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.





Что выявлено:

- Выявлены детерминанты развития финансовых рынков (и их характер влияния).
- Выдвинуты гипотезы о различной степени значимости факторов с точки зрения как «сложных», так и «простых» финансовых рынков.
- Выдвинута гипотеза об особой роли финансов домохозяйств в развитии финансовых рынков и экономики: источник развития **vs** источник накопления рисков и триггер шоков. Нелинейность влияния.



Научная новизна:

- Систематизация и выстраивание структуры взаимосвязей между финансовым развитием и социально-экономическими, демографическими, институциональными, культурными и социально-культурными факторами, а также финансовыми кризисами и экономическими рецессиями.
- Использование статистики финансовых балансов СНС для формирования гипотез и определения закономерности влияния розничных сегментов финансового сектора на другие сегменты финансового сектора и экономики в целом.

ГЛАВА 2.

Долгосрочное моделирование размера российских финансовых рынков на межстрановых данных

Что сделано:

- Предварительный отбор наиболее релевантных факторов развития финансовых рынков на основе обзора литературы и метода **BMA**, который получил широкое распространение в эмпирических моделях **finance-growth nexus** (например, **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**).
- Сконструированы долгосрочные межстрановые модели размеров анализируемых финансовых рынков:

$$\circ \quad FI_{j,it} = \alpha_{j,i} + \alpha_{j,t} + I_{\{inert\}}_j \cdot FI_{j,it-1} + \sum_{n=1}^N \beta_{n,j} \cdot X_{n,j,it} + \varepsilon_{j,it}$$

для розничных рынков (**63** страны, **2000-2023**)

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

для нерозничных рынков (**39** стран, **2000-2023**)

Что выявлено:

- Выявлены наиболее значимые факторы, воздействующие на развитие розничных и нерозничных сегментов финансового сектора как в среднем для всех анализируемых стран, так и для России.
- Подтверждена гипотеза о том, что для более простых рынков более существенны текущие социально-экономические условия и эффективность краткосрочной политики, тогда как для развития более сложных финансовых рынков, в большей степени важны долгосрочные и сверхдолгосрочные факторы, связанные с институтами и факторами изменения среды.
- Подтверждена (эконометрически) особая роль финансов домохозяйств в финансовом развитии.
- Выявлено, что построенные модели могут быть использованы для прогнозирования динамики российских розничных и нерозничных финансовых рынков (пройдена проверка устойчивости коэффициентов).

Научная новизна:

- Предложение подхода к рассмотрению розничных сегментов финансовых рынков как единой подсистемы национальной финансовой системы.
- Построение моделей для ключевых розничных и нерозничных финансовых рынков, оцененные на межстрановых панельных данных, которые позволяют объяснить долгосрочную динамику развития этих рынков для России.
- Получение комплекса моделей, позволяющих прогнозировать развитие финансового сектора, с учетом влияния на него розничного финансового бизнеса, как для России, так и для прочих стран.

ГЛАВА 3.

Среднесрочное моделирование развития
розничных сегментов российского
финансового сектора на примере рынка
розничного кредитования

Что сделано:

- Построена модель динамики развития рынка кредитования домохозяйств (COY): ежемесячные данные по России за **2008-2024** гг.

$$\Delta Loans_t = b(1) + b(2) \cdot \Delta Loanrate_{t-k} + b(3) \cdot Npl_{ratio_{t-k}} + b(4) \cdot \Delta Deposits_t + \varepsilon_{1,it}$$

$$Npl_{ratio}_t = b(5) \cdot Npl_{ratio_{t-k}} + b(6) \cdot \Delta Loanrate_{t-k} + \varepsilon_{2,it}$$

$$\Delta Deposits_t = b(7) \cdot Income_t + b(8) \cdot Expend_t + b(9) \cdot \Delta Loans_t + b(10) \cdot \Delta Capital_t + \varepsilon_{3,it}$$

$$Expend_t = b(11) \cdot Income_t + b(12) \cdot \Delta Loans_t + b(13) \cdot \Delta Unempl_{t-k} + \varepsilon_{4,it}$$

- Произведен выбор наиболее адекватной спецификации модели на основе сравнения их прогнозных способностей как на внутривыборочном периоде (**in-sample**), так и на вневыборочном периоде (**out-of-sample**).

Что выявлено:

- Подтверждено наличие двусторонней взаимосвязей между приростом совокупного объема розничных кредитов и приростом совокупного объема депозитов населения.
- Установлено, что кредиты домохозяйствам оказались значимым фактором совокупного объема потребительских расходов (подтверждение выводов предшественников).
- Получена модель, способная с большей точностью предсказывать динамику развития российского рынка кредитования домохозяйств в среднесрочной перспективе.

Научная новизна:

- Предложение альтернативной модели для российского рынка кредитования домохозяйств, учитывающей взаимосвязи между динамикой кредитов, сбережений, доходов и расходов домохозяйств.

ГЛАВА 4.

Развитие российского финансового сектора с
учетом динамики розничных сегментов:
сценарное прогнозирование

Что сделано:

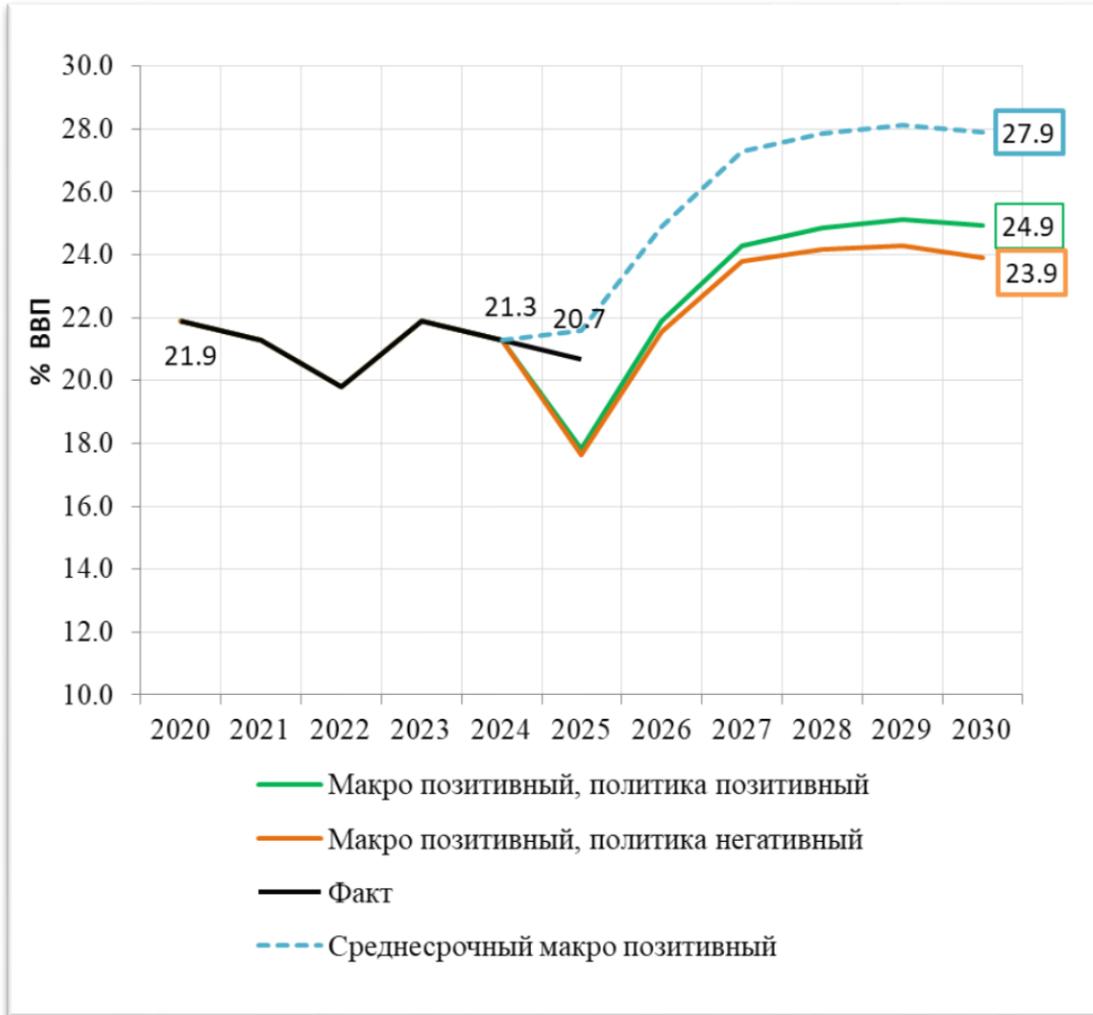
- На основе моделей, построенных в предшествующих главах диссертационного исследования, сделаны сценарные прогнозы размеров российских розничных и нерозничных финансовых рынков до **2030** г.
 - с учетом влияния розничных рынков на нерозничные.
 - для четырех сценариев:

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

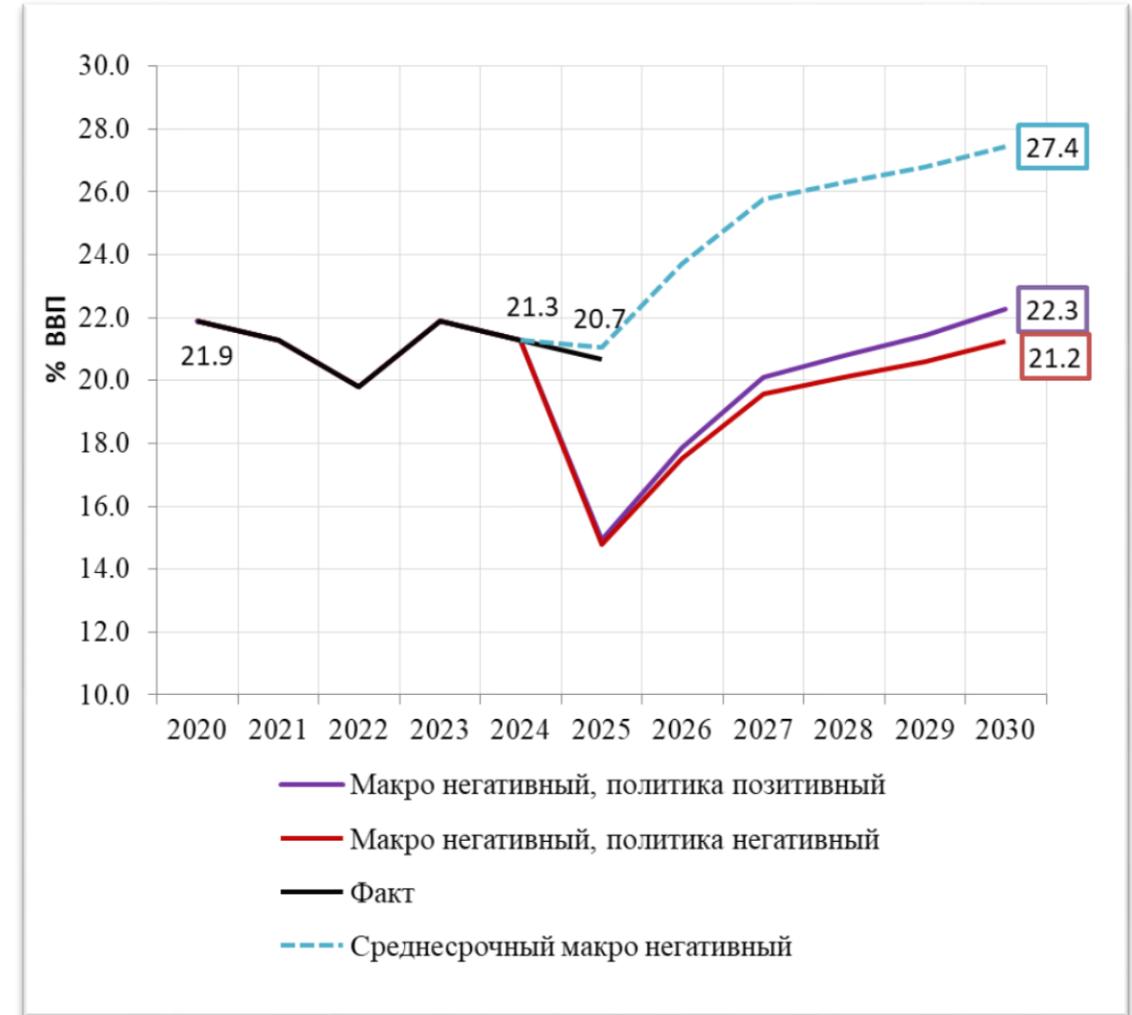
- Проверка устойчивости полученных прогнозов во времени и в пространстве.



Корректировка прогнозов с учетом результатов среднесрочной модели рынка розничного кредитования



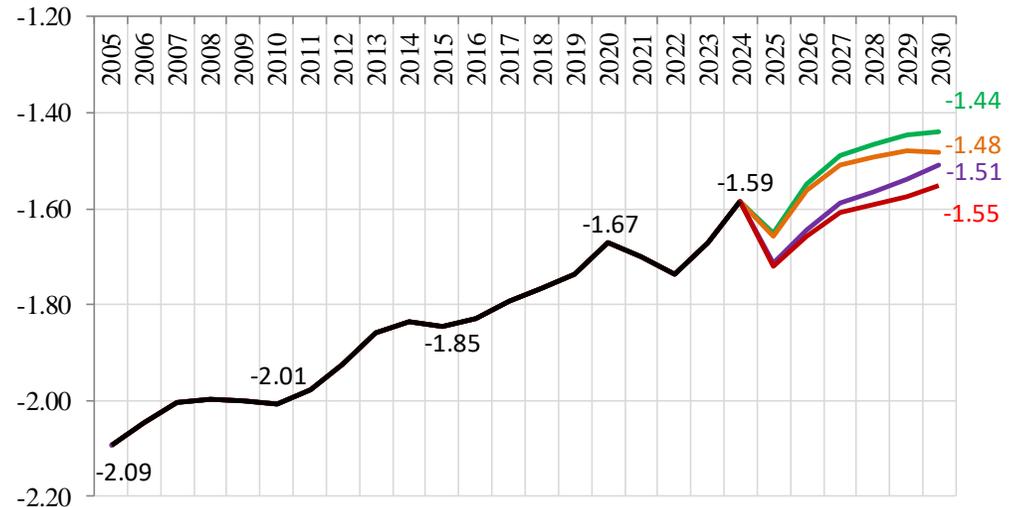
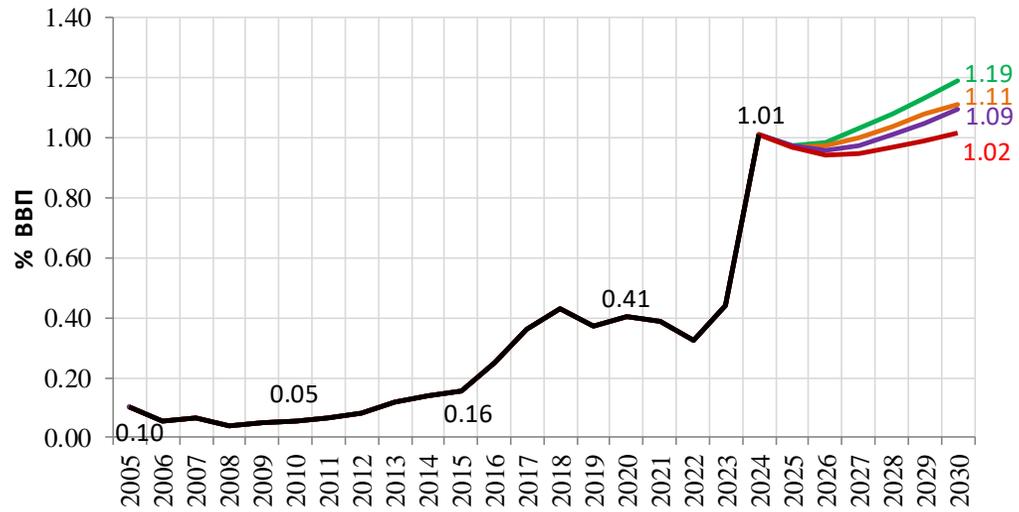
Позитивный макро сценарий



Негативный макро сценарий



Сценарные прогнозы для различных сегментов



Страховые премии в сегменте «страхования жизни» (в % к ВВП)

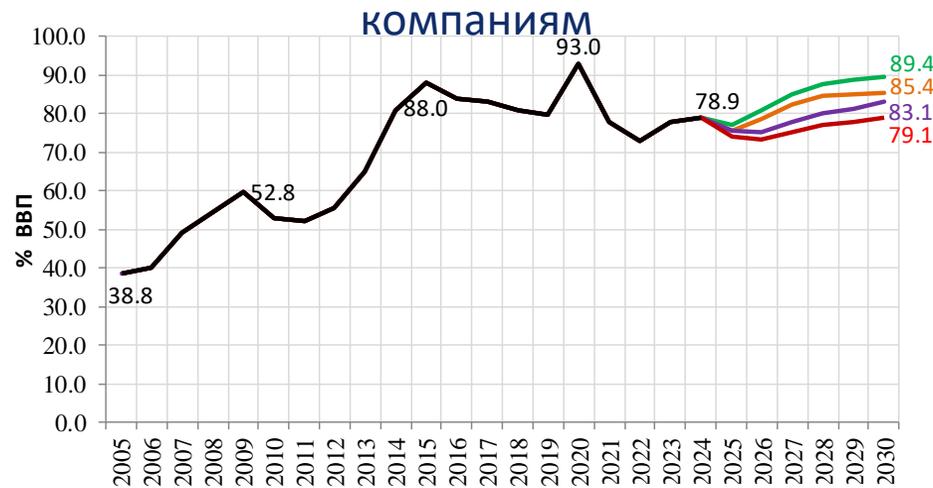
Индекс развития различных сегментов финансового сектора

(в % к ВВП)



Сценарные прогнозы для нерозничных сегментов

Кредиты нефинансовым компаниям



Страховые премии в сегменте «кроме страхования жизни»



Капитализация фондового рынка



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



Что выявлено:

- Среднесрочная модель позволяет получить несколько более правдоподобную оценку размера российского рынка кредитования на прогнозном горизонте **2026** гг. по сравнению с долгосрочной моделью.
- 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.

Научная новизна:

- Предложен новый инструментарий прогнозирования развития финансового сектора (как система моделей):
 - с учетом влияния розничных рынков на нерозничные;
 - может быть применен для России, а также для других стран.
- Получены сценарные прогнозы развития ключевых российских розничных и нерозничных финансовых рынков на период до **2030** г., учитывающие актуальные тенденции и исторические закономерности.

1. Динамика розничных сегментов оказывает значимое влияние на развитие финансового сектора. Домохозяйства – основной поставщик финансовых ресурсов, а также «драйвер» изменений в структуре финансового сектора.
2. Сбалансированность роста активов и обязательств домохозяйств – фактор устойчивого развития финансового сектора.
3. Для развития *более сложных финансовых рынков* (рынки страхования жизни и негосударственных пенсионных накоплений) в большей степени важны долгосрочные и сверхдолгосрочные факторы, связанные с институтами и факторами изменения среды (демографическими трендами, культурным развитием и.т.д.). Для *более простых финансовых рынков* (рынки кредитования домохозяйств и нефинансовых компаний, рынок страхования, не относящегося к страхованию жизни) более существенны текущие социально-экономические условия и эффективность краткосрочной политики.
4. Для оценки совокупного уровня развития розничных сегментов финансового сектора по странам разработан сводный индекс, который используется для моделирования и прогнозирования динамики финансового сектора.

5. Рост размеров розничных рынков, с одной стороны, стимулирует развитие нерозничных финансовых рынков. С другой стороны, их чрезмерный рост приводит к торможению развития нерозничных финансовых рынков.

6. Построенный прогноз развития ключевых розничных и нерозничных сегментов финансового сектора для России до **2030** г. позволяет получить представление о динамике соответствующих финансовых рынков при различных сценариях.

7. Использование среднесрочной модели динамики розничного кредитования на данных по России помогает уточнить прогноз на **2026** г. для данного рынка и для индекса развития розничных сегментов финансового сектора, полученные на основе межстрановых моделей.

8. 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.

- **Теоретическая значимость:** рассмотрение розничных финансовых рынков как единой подсистемы, и оценка ее влияния на развитие финансовой системы в целом.
- **Практическая значимость:** разработан инструмент, позволяющий количественно оценивать воздействие динамики розничных сегментов на развитие других (нерозничных) финансовых рынков. Эти оценки могут быть использованы для прогнозирования траектории финансового развития, а также для разработки элементов стратегии развития финансового сектора, например:
 - Органам регулирования в долгосрочной перспективе не следует искусственно сдерживать развитие российских розничных рынков.
 - Нужно стремиться к тому, чтобы объем чистого привлечения средств от домохозяйств другими секторами экономики не сокращался. Для этого больше внимания требуется уделять инструментам розничных сбережений (развитие институциональных инвесторов и частные инвестиции на фондовом рынке).
 - Развитие этих инструментов, в свою очередь, требует повышенного внимания к качеству рыночных институтов.



Приложение

- 1) Мамонов М. Е., Пестова А. А., Панкова В. А., Ахметов Р. Р., Солнцев О. Г. (2017). Долгосрочное прогнозирование размера и структуры финансового сектора России. Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 20.
- 2) Мамонов М. Е., Ахметов Р. Р., Панкова В. А., Солнцев О. Г., Пестова А. А., Дешко А. В. (2018). Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности. Деньги и кредит, 77(3), с. 89-123. <https://doi.org/10.31477/rjmf.201803.89> (список журналов НИУ ВШЭ: D)
- 3) Панкова В.А. (2021). Розничные финансовые рынки как катализатор развития финансового сектора. Вопросы экономики, 11, с. 33-53. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-11-33-53> (список журналов НИУ ВШЭ: B)
- 4) Панкова В. А. (2022). Моделирование динамики розничного кредитования в России: взаимосвязь с динамикой сбережений, доходов и расходов домохозяйств. Проблемы прогнозирования, 6, с. 208-224. <https://doi.org/10.1134/S1075700722060090> (список журналов НИУ ВШЭ: C)
- 5) Моисеев А. К., Солнцев О. Г., Ахметов Р. Р., Панкова В. А. Требования к финансированию экономического роста // В кн.: Потенциальные возможности роста российской экономики: анализ и прогноз. М.: Артик Принт. 2022. стр. 215-245.



- 1) Научно-исследовательский семинар НИУ ВШЭ «Эмпирические исследования банковской деятельности» №**2017-70** (Москва, **15** марта **2017** г.) с докладом «Построение расчетной модели розничного сегмента банковского кредитного рынка».
- 2) Научно-исследовательский семинар НИУ ВШЭ «Эмпирические исследования банковской деятельности» №**2017-80** (Москва, **14** декабря **2017** г.) с докладом «Долгосрочное прогнозирование размера и структуры финансового сектора России».
- 3) Аспирантский семинар Аспирантской Школы по экономике НИУ ВШЭ (Москва, **26** января **2018** г.) с докладом «Долгосрочное прогнозирование размера и структуры финансового сектора России».
- 4) Научно-практический семинар Центра Макроэкономического Анализа и Краткосрочного Прогнозирования (ЦМАКП) №**29** (Москва, **5** марта **2019** г.) с совместным докладом с Солнцевым О.Г. «Оптимальная структура финансового сектора России и политика финансового развития».
- 5) **XX** Апрельская международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества (Москва, **12** апреля **2019** г.) с докладом «Сможет ли Россия осуществить финансовое импортозамещение: долгосрочный сценарный прогноз».

6) Научно-практический семинар Центра Макроэкономического Анализа и Краткосрочного Прогнозирования (ЦМАКП) №41 (Москва, **22** июня **2021** г.) с докладом «Розничные финансовые рынки как катализатор развития финансового сектора».

7) **10th World Congress ICCEES «Bridging National and Global Perspectives»** (Монреаль, Канада, **8** августа **2021** г.) с докладом «**Retail Financial Markets as a Driver for the Development of Financial Sector**».

8) Ежегодная конференции АНЦЭА «Новая реальность: экономический анализ» (Москва, **14** октября **2022** г.) с докладом «Розничные финансовые рынки как катализатор развития финансового сектора».

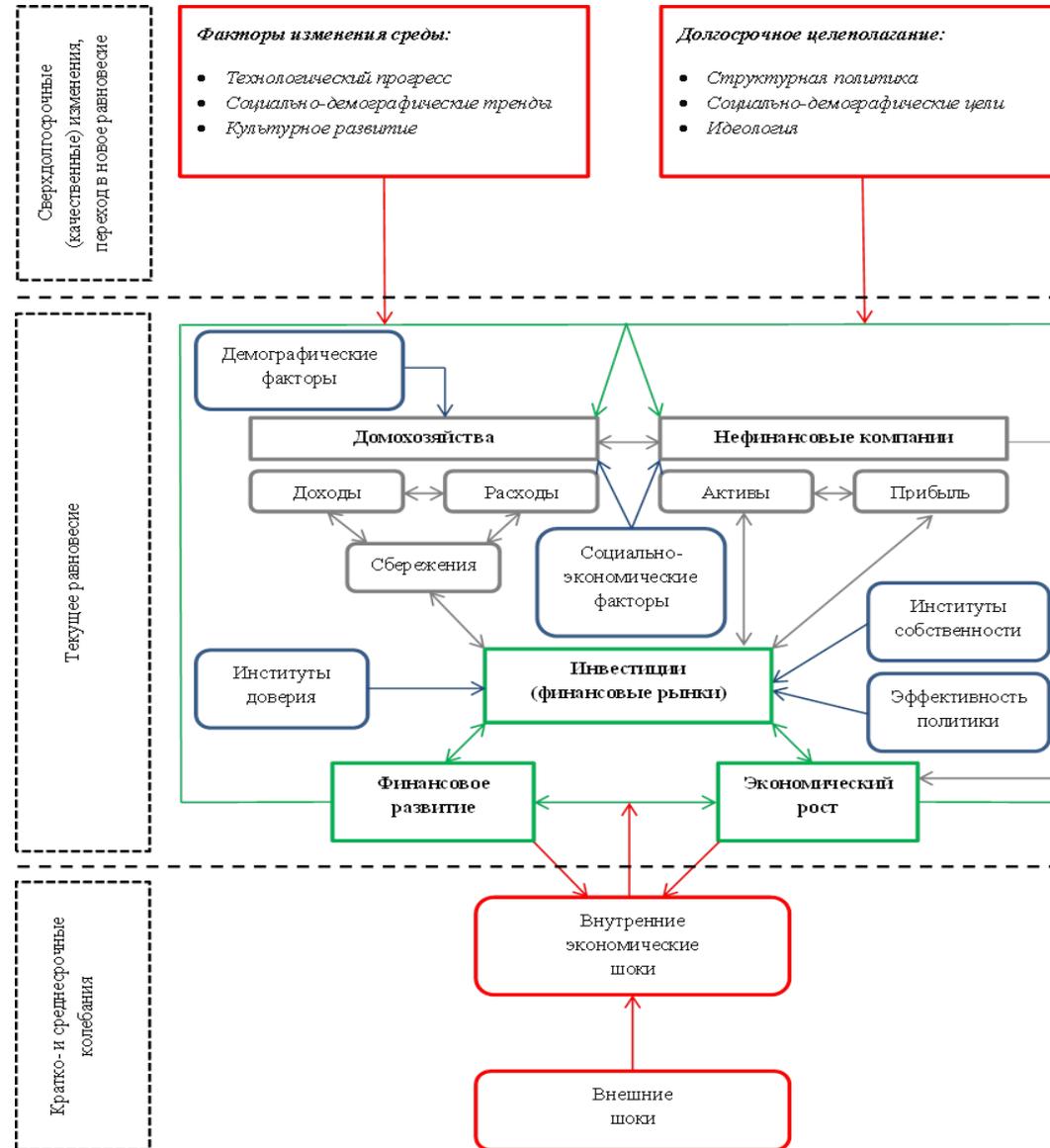
9) **1st Modern Finance Conference** (Варшава, Польша, **15** сентября **2024** г.) с докладом «**Retail Financial Markets as a Driver for the Development of Financial Sector**».

10) Научно-исследовательский семинар НИУ ВШЭ «Эмпирические исследования банковской деятельности» (Москва, **16** октября **2024** г.) с докладом «Моделирование динамики розничных сегментов финансового рынка и оценка ее воздействия на развитие финансового сектора России».

11) **7-ой Международный семинар НИУ ВШЭ «Системные риски в финансовом секторе»** (Москва, **15** ноября **2024** г.) с докладом «**Retail financial markets as a driver for the development of financial sector**»



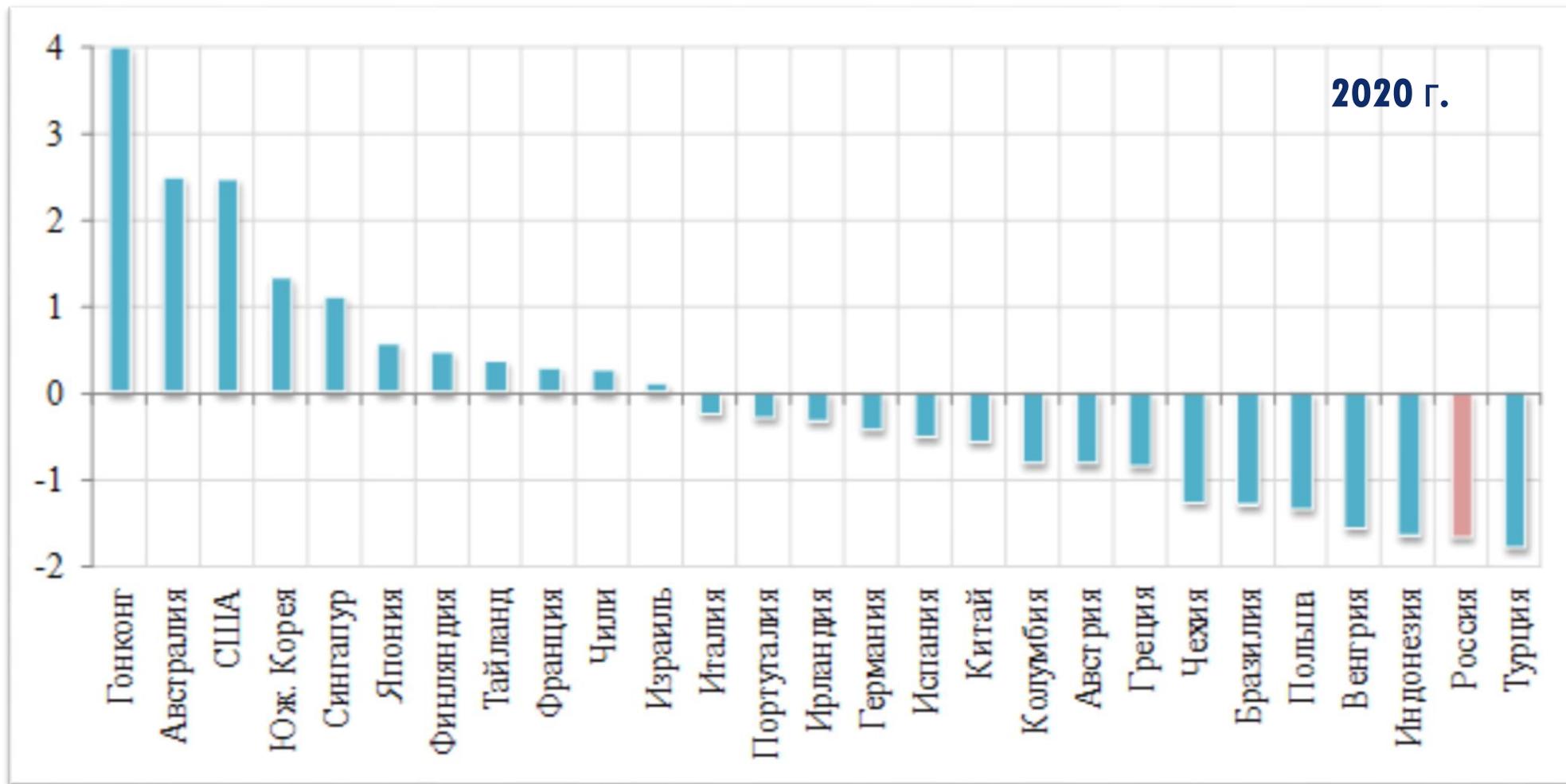
Факторы, оказывающие воздействие на финансовое развитие





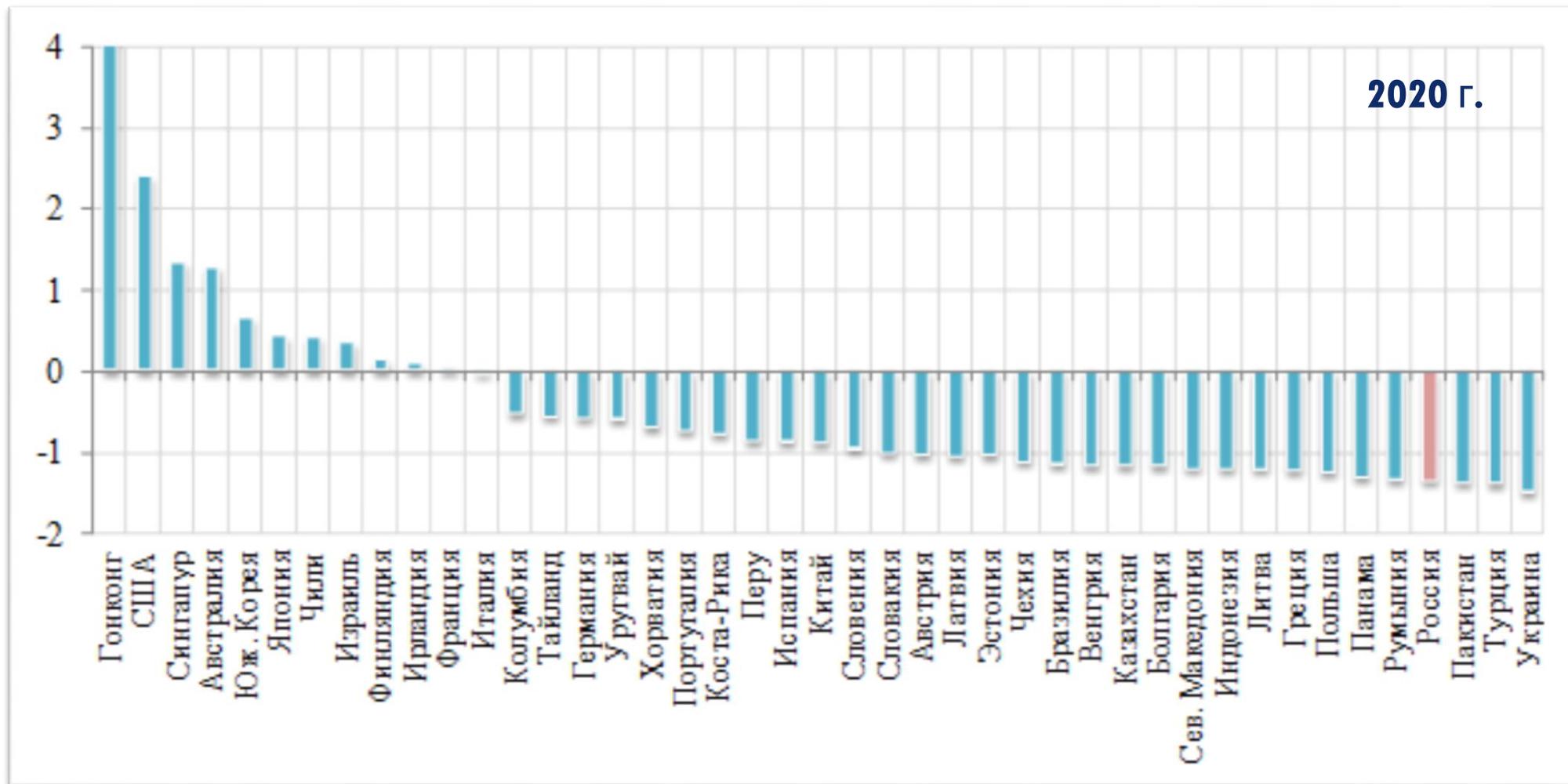
Распределение стран по размеру сводного индикатора развития розничных сегментов финансового сектора (базовая версия с учетом кредитов домохозяйствам)

38





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

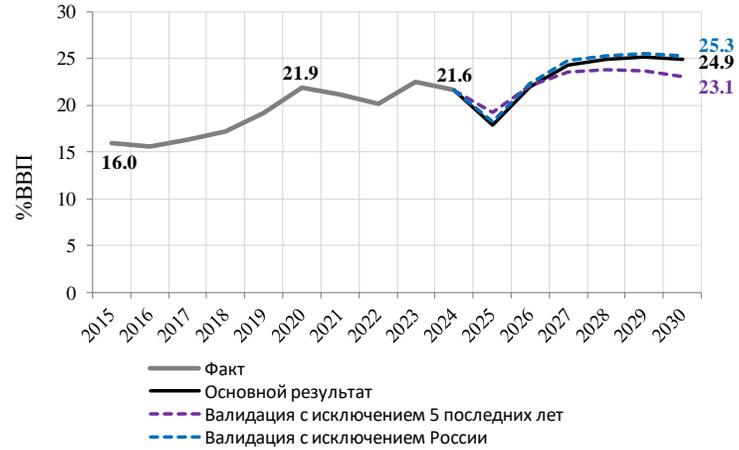




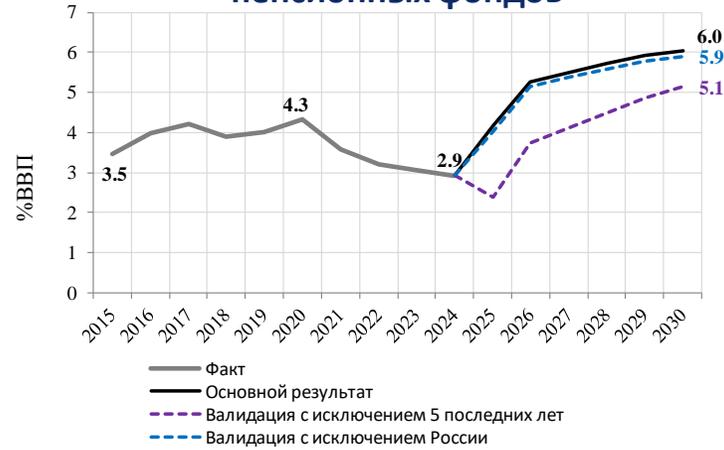
Валидация прогнозов размеров финансовых рынков (в % ВВП): сценарий «Макро позитивный, политика позитивный»

40

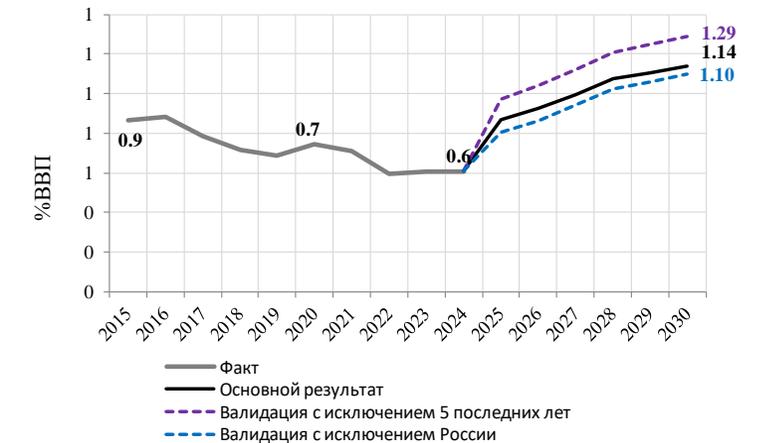
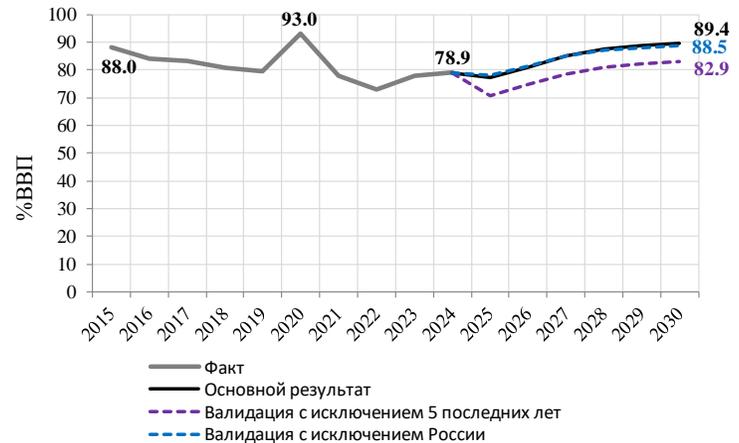
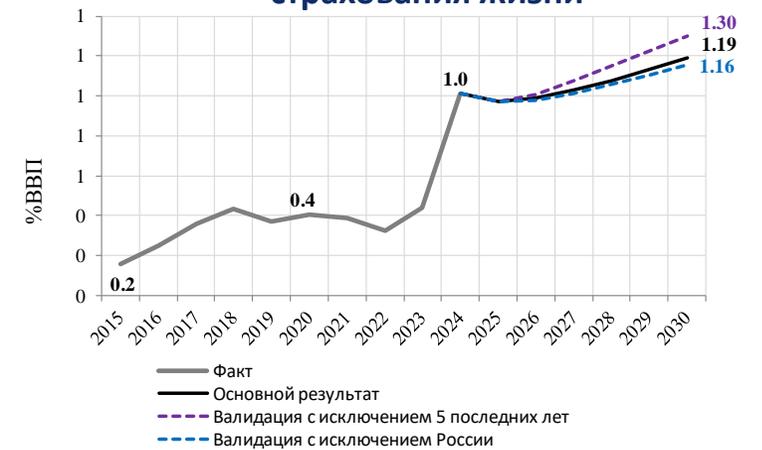
Кредиты домохозяйствам



Активы негосударственных пенсионных фондов



Страховые премии в сегменте страхования жизни



Кредиты нефинансовым компаниям

Капитализация рынка акций

Страховые премии в сегменте, не относящемуся к страхованию жизни