



**О возможностях оценки эффективности
политики по развитию финансового рынка
с помощью системы
количественных индикаторов,
основанных на объективных данных**

**Олег Солнцев, зам.генерального директора ЦМАКП
Илья Медведев, лаборант-исследователь ЦМАКП
Вера Панкова, эксперт ЦМАКП
Ренат Ахметов, эксперт ЦМАКП**

1. Требования к системам целевых показателей

Указ Президента «О национальных целях развития Российской Федерации до 2030 г.» :

в рамках национальной цели «Достойный, эффективный труд и успешное предпринимательство»:

- обеспечение темпа роста валового внутреннего продукта страны выше среднемирового *при сохранении макроэкономической стабильности*;
- реальный рост инвестиций в основной капитал не менее 70 процентов по сравнению с показателем 2020 года

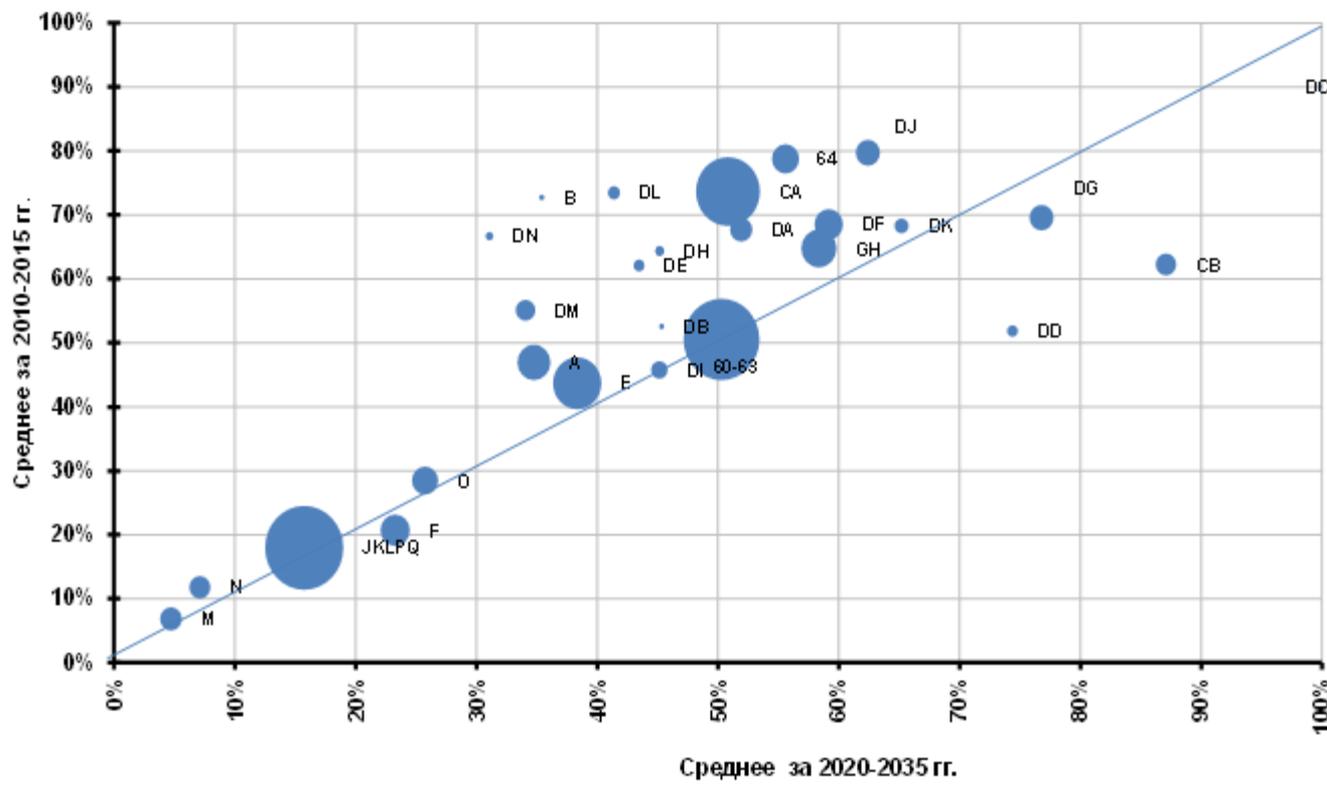
Это означает, что динамика инвестиций должна превышать динамику ВВП примерно в 1,6 раза

- при этом динамика прибыли предприятий -- основного источника финансирования капитальных вложений – скорее всего будет отставать и от динамики ВВП, и от динамики инвестиций;
- таким образом, выполнение национальной цели развития задает высокие требования к росту инвестиций за счет средств, привлекаемых компаниями на финансовом рынке

Инвестиции за счет собственных средств предприятий

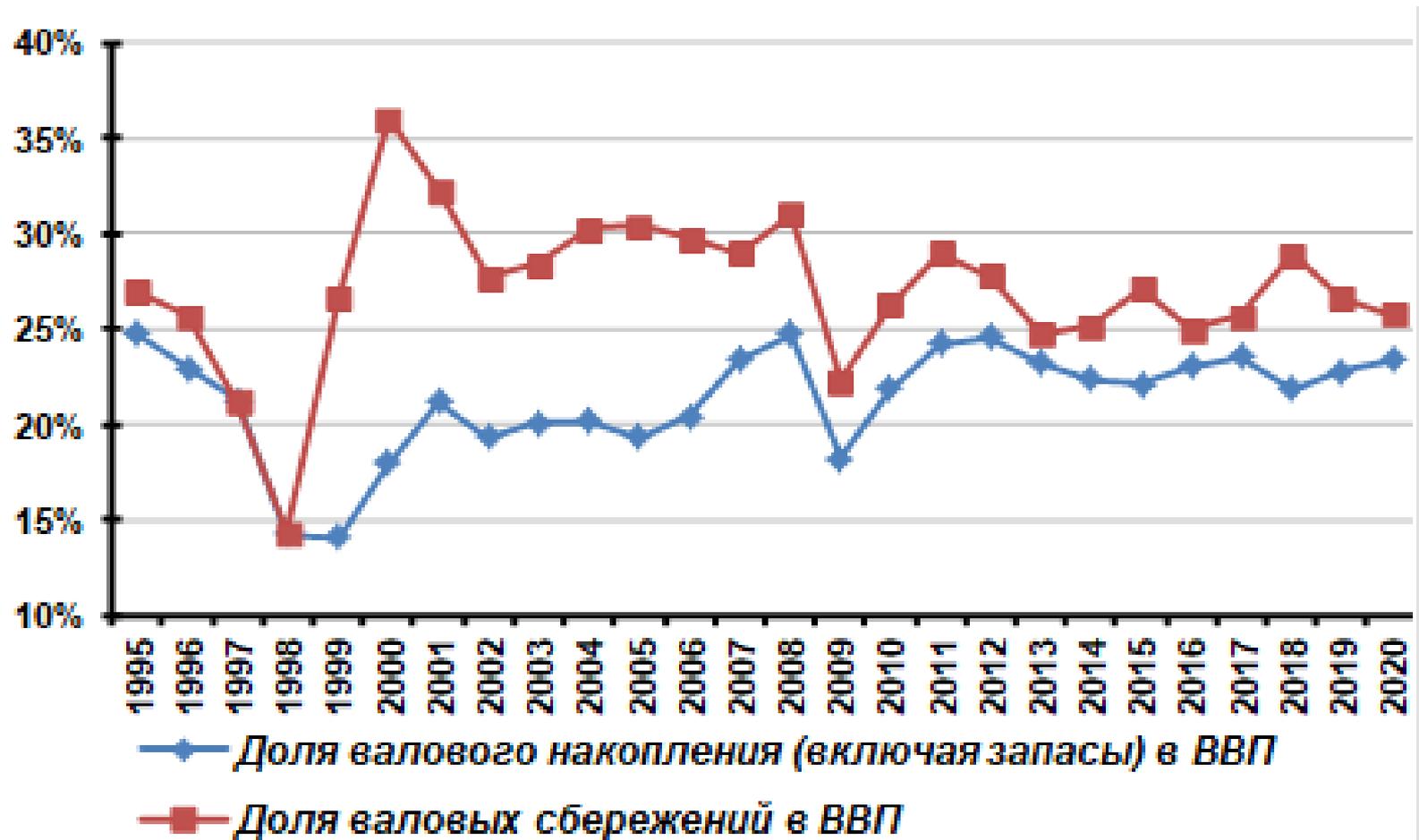
Доля собственных средств в источниках финансирования инвестиций в основной капитал, по отраслям (%)

Площадь круга соответствует доли отрасли в совокупном объеме инвестиций

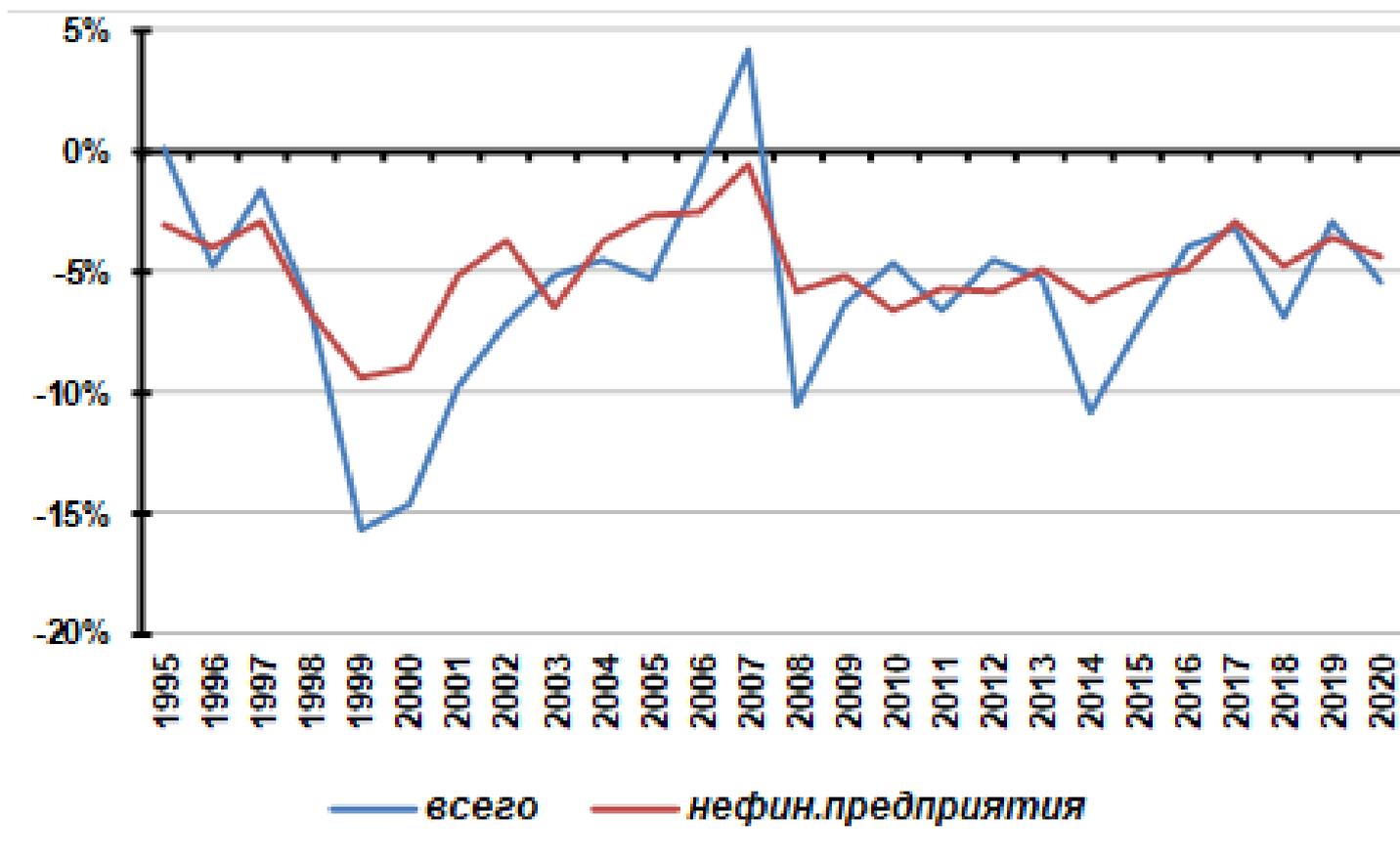


A: с/хоз-во, охота и лес. хоз-во; **B:** рыболовство, рыбоводство; **CA:** добыча т/энерг ии; **CB:** добыча не т/энерг ии; **DA:** пр-во пищевых продуктов и табака; **DB:** текстильное и швейное пр-во; **DC:** пр-во кожи, изделий из кожи; обуви; **DD:** деревообработка; **DE:** цел.-бум. пр-во, издат. и полиграф. деят-ть; **DF:** пр-во нефтепродуктов; **DG:** химическое пр-во; **DH:** пр-во резиновых и пластмас. изд-й; **DI:** пр-во стройматериалов; **DJ:** металлургическое пр-во и пр-во металлоизделий; **DK:** пр-во машин и оборудования; **DL:** пр-во электро- и оптич. оборудования; **DM:** пр-во трансп. средств и оборудования; **DN:** прочие пром. пр-ва; **E:** пр-во и распред. э/энергии, газа и воды; **F:** строительство; **GH:** торговля, гостиницы и рестораны; **I:** транспорт и связь; **JKLPQ:** прочие виды деятельности

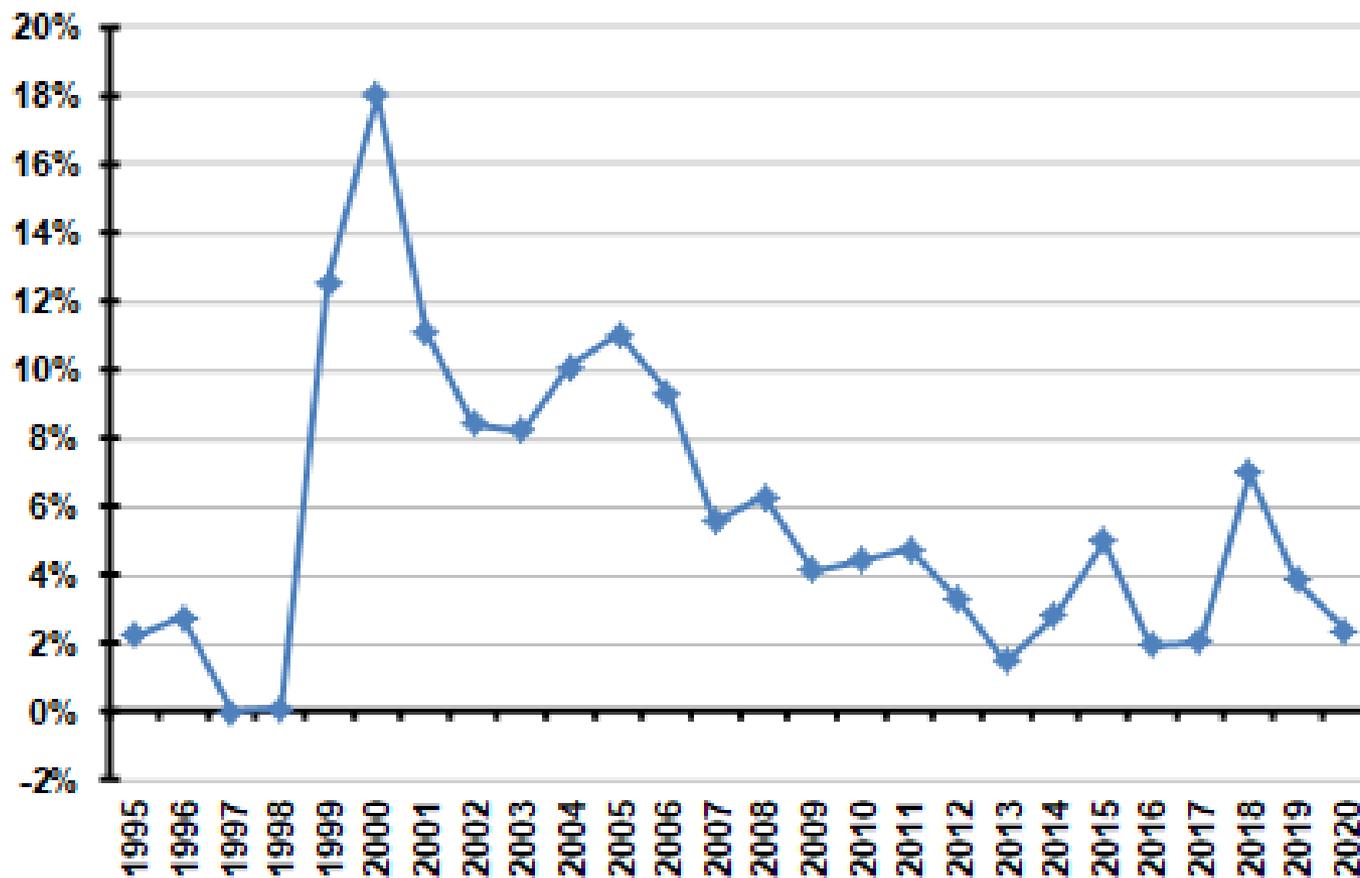
Валовые сбережения и валовые накопления (в % к ВВП)



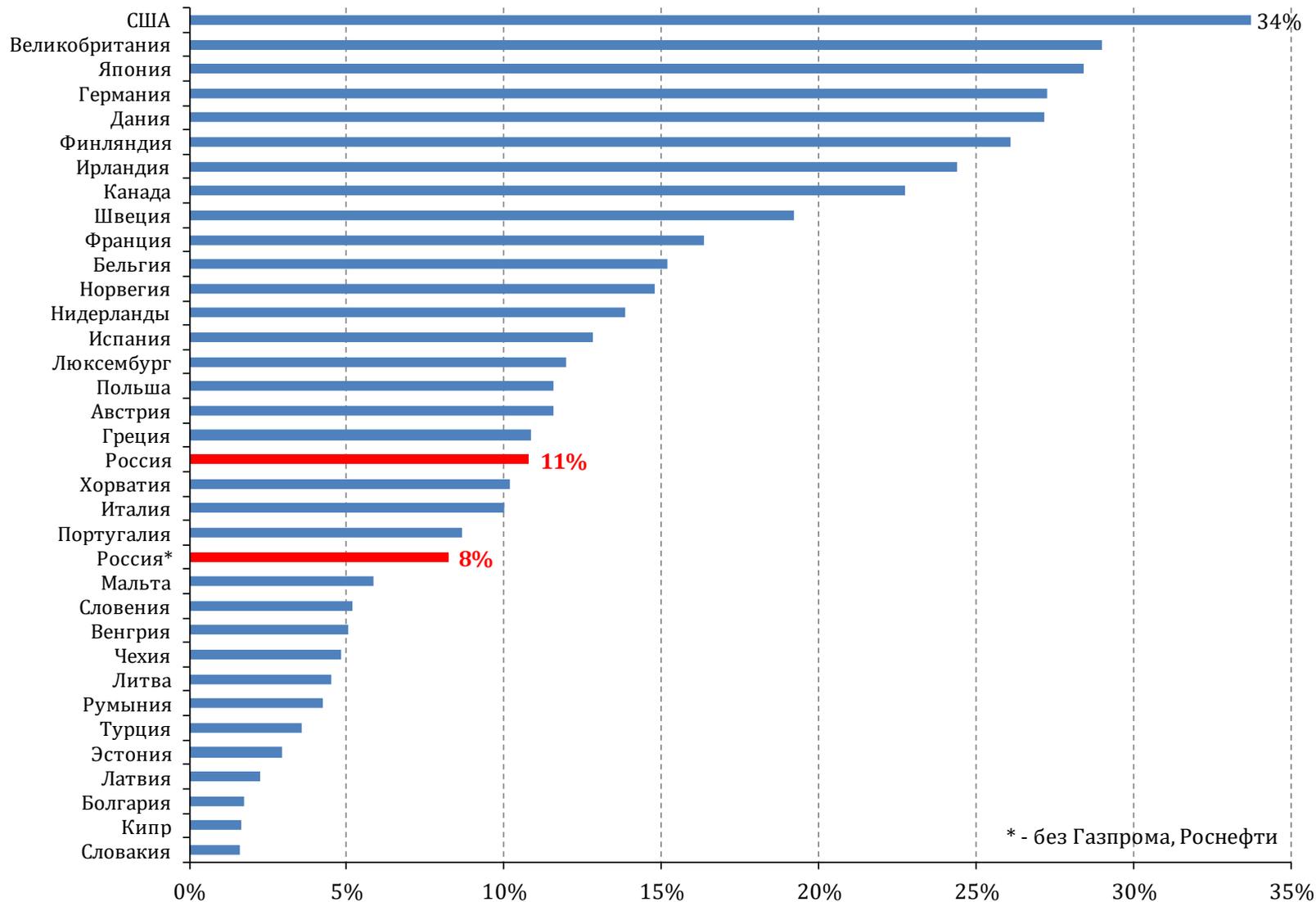
**Чистый отток капитала и чистые выплаты
инвестиционного дохода за рубеж
(«-» - отток, «+» - приток, в % к ВВП)**



Сальдо счета текущих операций платежного баланса России (в % к ВВП)



Доля акций, прошедших листинг на биржах, в обязательствах нефинансовых корпораций (по данным балансов финансовых активов и обязательств СНС, Россия -2018 г., другие страны – 2017 г.)



Вытекающий из опережающего роста объема инвестиций набор требований к параметрам развития финансовых рынков

1. Предполагаемый рост потребности компаний в привлечении средств с финансовых рынков для осуществления капвложений задает требования к *увеличению глубины финансового сектора* (отношения величины совокупных активов финансовых организаций к ВВП) – не менее, чем на 15 проц.п. за десятилетие
2. Такой рост означает усиление напряженности баланса сбережений и инвестиций - окончательное исчезновение «избытка сбережений». Более эффективное использование внутренних сбережений задает требования к повышению разнообразия финансовых инструментов внутренних рынков, к *развитию сегментов финансового рынка, позволяющих минимизировать риски вложений средств внутри страны* (секьюритизация, синдикация, страхование имущественных и финансовых рисков)
3. Переход к устойчиво низким величинам положительного сальдо по текущим операциям платежного баланса – объективная причина для высокой волатильности рубля. Отсюда – требования к развитию сегментов внутреннего финансового рынка, позволяющих *хеджировать вложения в рублевые инструменты от курсовых и процентных рисков*
4. Требования к развитию *долгосрочного долгового и долевого финансирования, а также внутренних источников «длинных денег»* (пенсионные фонды, страхование жизни)

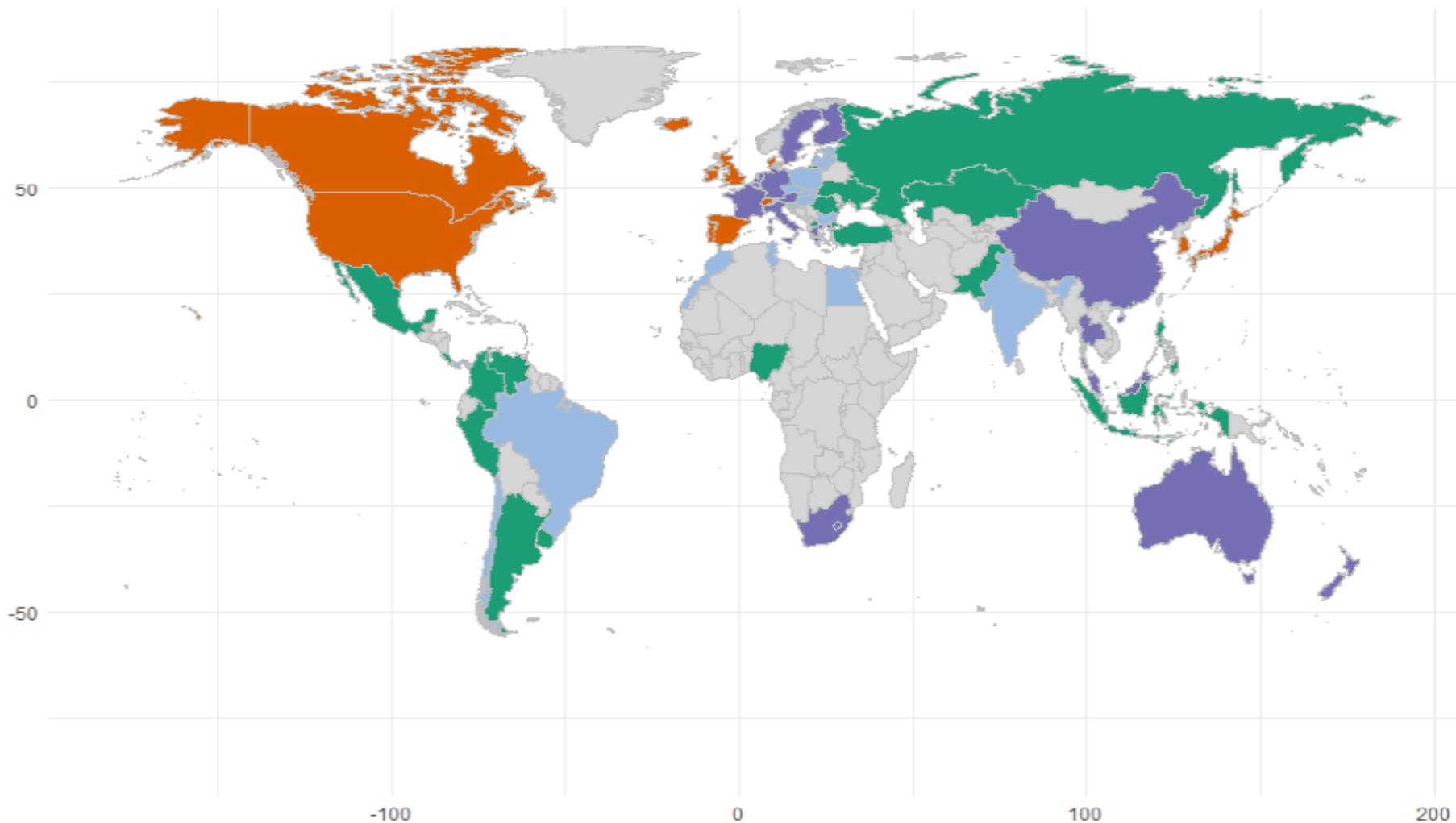
Обобщение требований к развитию внутренних финансовых рынков:

1. Объемные – к увеличению глубины финансового сектора
2. Структурные сдвиги (разного масштаба):
 - от долговых к долевым инструментам
 - от необращаемых к обращаемым
 - от банковских к небанковским финансовым институтам

2. Стадиальный характер развития национальных финансовых секторов

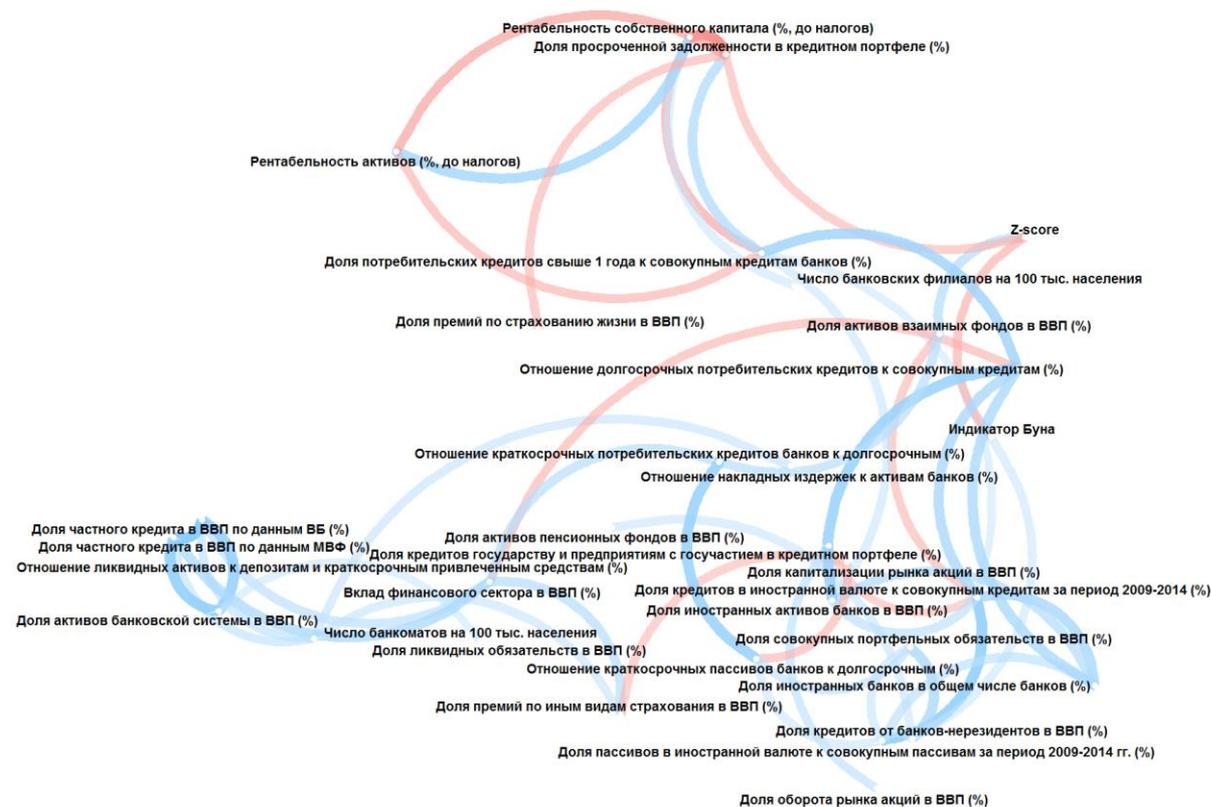
Состав кластеров стран, выделенных по субиндексам финансового развития

(по работе Столбов и др. 2018)



Взаимосвязи показателей развития финансового сектора

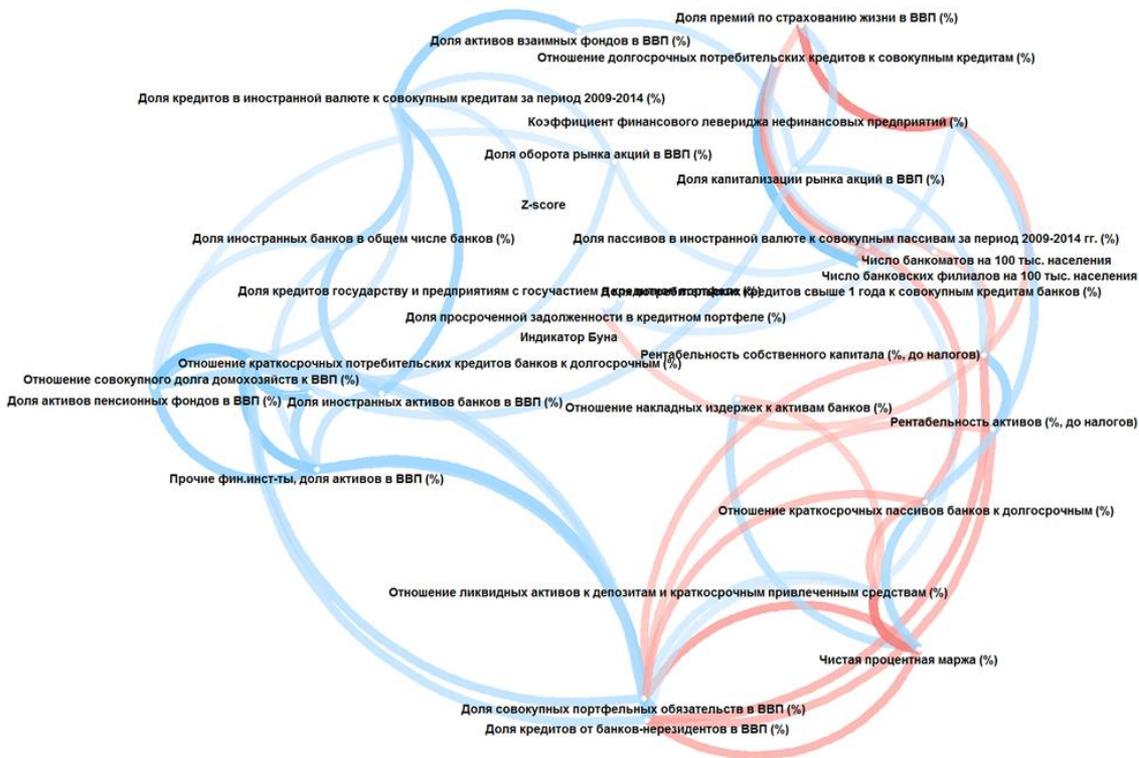
Граф корреляций для кластера “Автономные”



- Устойчивость банков (Z-score) отрицательно коррелирована со степенью рыночной власти (индикатором Буна)
- Рыночная власть положительно зависит от доли кредитов, полученных от банков-нерезидентов
- Кредитный риск (просроченная задолженность) отрицательно влияет на эффективность (ROA, ROE)
- Присутствие иностранных банков положительно связано со срочностью кредитования
- Рост срочности обязательств кредитования, однако, отрицательно связан с эффективностью
- Рост филиальной сети положительно связан с прибыльностью банков

Взаимосвязи показателей развития финансового сектора

Граф корреляций для кластера
“Сбалансированные лидеры”



- Отношение кредита населению к ВВП положительно коррелировано с развитием пенсионных фондов, объемом средств, зарубежными займами банков, долей иностранных банков на рынке
- Привлечение кредитов от банков-нерезидентов и зарубежных портфельных инвестиций отрицательно связано с эффективностью банков
- Срочность кредитов населению отрицательно связана с отношением кредитов населению к ВВП, объемом зарубежных заимствований банков
- Развитие фондового рынка, взаимных фондов и сферы страхования жизни усиливают друг друга

**3. Интегральные индикаторы,
как мера качественных и
количественных изменений в развитии
финансового сектора**

Теоретические работы (общий подход)

- Построение сводного индекса национального финансового развития и сопряженных с ним субиндексов отдельных аспектов этого развития – апробированный в научной и практической литературе инструмент интегрированной оценки (Čihák et al. 2012, Sahay et al. 2015, Svirydzenka 2016, Столбов и др. 2018)
- Ввиду значительного количества индикаторов, характеризующих каждый из аспектов финансового развития, для получения интегральной оценки каждого аспекта необходимо применение методов снижения размерности исходных данных. Из данных, характеризующих отдельные аспекты развития национальных финансовых секторов, выделяется первая главная компонента. Её значение для каждой страны в определенный момент времени является субиндексом финансового развития по одному из аспектов.
 - метод главных компонент позволяет на основе широкого перечня показателей построить единый интегральный рейтинг, придавая более высокие веса наиболее значимым из используемых при построении показателей
- Далее на основе линейной комбинации субиндексов строится сводный (интегральный) индекс финансового развития

Теоретические работы (примеры)

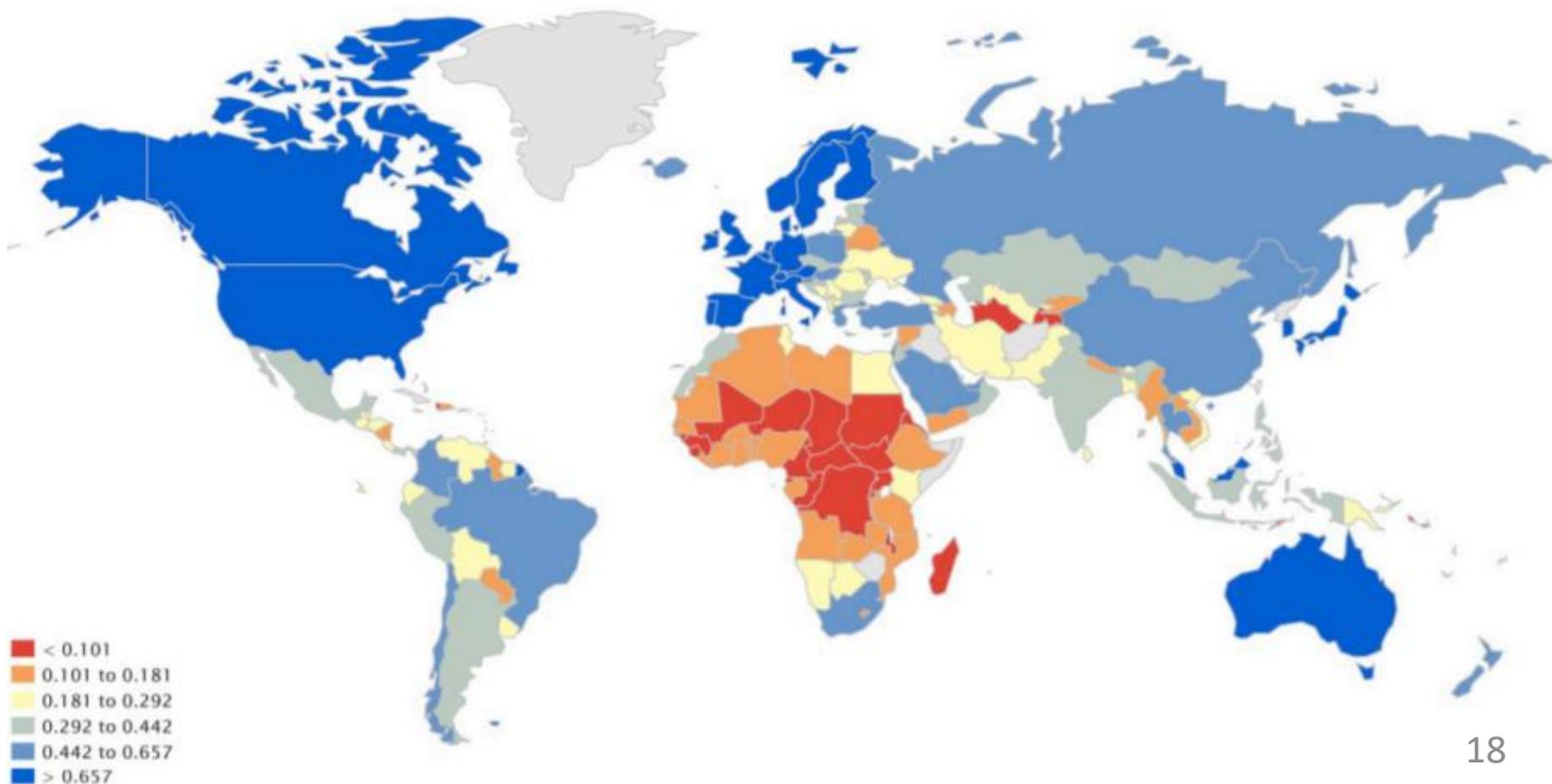
В работах «Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets» **Sahay et al. (2015)** и «Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development» **Svirydzenka (2016)** в состав интегрального индекса финансового развития включены следующие показатели (субиндексы):

- Субиндекс развития финансовых институтов:
 - субиндекс глубины – *кредиты частному сектору, активы пенсионных фондов, активы взаимных фондов, страховые премии (в % к ВВП)*
 - субиндекс доступности (инклюзивности) – *количество филиалов банков, количество банкоматов (в расчете на 100 тыс. чел. взрослого населения)*
 - субиндекс эффективности – *чистая процентная маржа банков, спред кредитных и депозитных процентных ставок, доля непроцентного дохода в совокупных доходах банков, соотношение расходов банков к совокупным активам банков, рентабельность активов и капитала банков*
- Субиндекс развития финансовых рынков:
 - субиндекс глубины – *капитализация фондового рынка, оборот фондового рынка, международные долговые ценные бумаги государства, совокупный объем долговых ценных бумаг финансовых предприятий, совокупный объем долговых ценных бумаг нефинансовых предприятий (в % к ВВП)*
 - субиндекс доступности (инклюзивности) – *капитализация за исключением 10 компаний с наибольшей рыночной капитализацией к совокупному объему капитализации фондового рынка, совокупное количество эмитентов долговых ценных бумаг*
 - субиндекс эффективности – *отношение оборота фондового рынка к его капитализации*

Теоретические работы (примеры)

ДИФФЕРЕНЦИАЦИЯ СТРАН ПО УРОВНЮ
ИНТЕГРАЛЬНОГО ИНДЕКСА ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ Svirydzienka (2016)

Overall Financial Development



Предлагаемый подход

В работе «Определение модели российского финансового сектора на основе межстранового анализа» **Столбов и др. (2018)** в состав интегрального индекса финансового развития включены следующие показатели (субиндексы):

- субиндекс охвата финансовыми услугами – количество филиалов банков, количество банкоматов (в расчете на 100 тыс. чел. взрослого населения)
- субиндекс глубины финансового посредничества – активы банковской системы, внутренние частные кредиты, частные кредиты, премии по страхованию жизни, премии по иным видам страхования, ликвидные обязательства (в % к ВВП)
- субиндекс эффективности финансового посредничества – чистая процентная маржа банков, спред кредитных и депозитных процентных ставок, доля непроцентного дохода в совокупных доходах банков, соотношение расходов банков к совокупным активам банков, рентабельность активов и капитала банков, доля кредитов государству и предприятиям с госучастием в кредитном портфеле банков
- субиндекс стабильности финансового посредничества – отношение капитала к активам банков, доля просроченной задолженности в кредитном портфеле, значение норматива достаточности капитала, Z-score (расстояние банковской системы до дефолта), отношение ликвидных активов банков к депозитам и краткосрочным привлеченным средствам
- субиндекс глубины финансовых рынков – капитализация фондового рынка, оборот фондового рынка, совокупные портфельные обязательства (в % к ВВП)
- субиндекс прочих показателей финансового развития – уровень концентрации в банковской системе, индикатор Буна, доля розничного фондирования в пассивах банков, отношение краткосрочных пассивов банков к долгосрочным, доля иностранных банков в общем числе банков, доля иностранных активов банков в ВВП, доля кредитов от банков-нерезидентов в ВВП

Практическое применение

(см. след. слайд)

- Применение количественных целевых показателей, основанных на объективных данных, позволяет устанавливать конкретные ориентиры политики развития финансового сектора и контролировать их достижение
- Регуляторы ряда крупных стран и регионов (Зона евро, Китай, Саудовская Аравия и др.) применяют или применяли количественные целевые показатели, основанные на объективных данных (такие, как отношение размера конкретных сегментов финансового рынка к ВВП), в качестве критериев достижения целей стратегий развития финансового сектора

Страна / регион	Название стратегического документа по развитию финансового сектора	Цели развития финансового сектора	Целевые показатели: глубина рынков (в % ВВП)	Прочие количественные целевые показатели
Зона евро	Strategic Plan 2016-2020	Новый стимул для рабочих мест, роста и инвестиций	<ul style="list-style-type: none"> 1. Изменение объема кредитов нефинансовым контрагентам 2. Среднее значение притока и оттока прямых иностранных инвестиций внутри ЕС 3. Потоки портфельных инвестиций 	<ul style="list-style-type: none"> 1. Публичный капитал: выпуск новых акций, год к году 2. Госдолг: новый выпуск долговых ценных бумаг, год к году 3. Доля необслуживаемых ссуд (NPL) в общем объеме задолженности 4. Инвестиции страховых компаний в инфраструктуру
		Более глубокий и справедливый внутренний рынок с усиленной промышленной базой	Валовые страховые премии	<ul style="list-style-type: none"> 1. Количество выпущенных платежных карт; количество торговых точек, снабженных терминалами; количество банкоматов 2. Рыночные доли трёх крупнейших рейтинговых агентств
		Более глубокий и справедливый экономический и валютный союз		Средний коэффициент леввериджа в банках
Китай	The 12th Five-year Plan for the Development and Reform of the Financial Industry (2011-2015)	Поддержка устойчивого и быстрого роста размеров финансовой отрасли	Добавленная стоимость, создаваемая отраслью финансовых услуг	Доля прямого финансирования (без финансовых посредников) в общем объеме финансирования реального сектора
Саудовская Аравия	Financial Sector Development Program Charter (2018-2020)	Поддержка роста частного сектора финансовыми учреждениями	<ul style="list-style-type: none"> 1. Активы финансового сектора 2. Валовая страховая брутто-премия 3. Кредит частному сектору 	<ul style="list-style-type: none"> 1. Доля кредитов МСП в банковских кредитах 2. Кол-во Финтех организаций 3. Доля безналичных транзакций
		Обеспечение формирования развитого рынка капитала	<ul style="list-style-type: none"> 1. Общая рыночная капитализация рынка акций 2. Активы под управлением 	<ul style="list-style-type: none"> 1. Рыночная концентрация 10 наиболее капитализированных компаний 2. Доля институциональных инвесторов в биржевом обороте 3. Доля владения рыночной капитализацией иностранными инвесторами
		Продвижение и обеспечение финансового планирования (выход на пенсию, сбережения и т. д.)		<ul style="list-style-type: none"> 1. Доля домашних хозяйств на сберегающих на регулярной основе 2. Норма сбережений домашних хозяйств, в % располагаемого дохода.

4. Возможный состав системы целевых показателей финансового развития

Примерный состав групп показателей: аспект финансовой стабильности

Показатели финансовой стабильности	Источник данных
Z-score для банковского сектора	World Bank
Отношение регуляторного банковского капитала к активам, взвешенным по уровню риска (RWA)	World Bank, IMF
Доля неработающих (просроченных) кредитов в совокупном кредитном портфеле банковской системы	World Bank, IMF
Отношение резервов на возможные потери к неработающим (просроченным) ссудам	World Bank
Ликвидные активы банков, отнесенные к сумме совокупных депозитов и краткосрочных обязательств	World Bank
Доля кредитов, номинированных в иностранной валюте, в совокупном объеме кредитов банковской системы	IMF
Доля обязательств, номинированных в иностранной валюте, в совокупном объеме обязательств банковской системы	IMF
Волатильность индекса фондового рынка (для России – ММВБ)	World Bank

Примерный состав групп показателей: аспект развития конкуренции на финансовом рынке

Показатели конкуренции и концентрации	Источник данных
Индекс Лернера по банковской системе	World Bank, Orbis BankFocus
Индикатор Буна по банковской системе	World Bank, Orbis BankFocus
Доля активов, приходящихся на 5 крупнейших банков, в совокупных активах банковской системы	World Bank
Капитализация за исключением 10 компаний с наибольшей рыночной капитализацией к совокупному объему капитализации фондового рынка	World Bank

Примерный состав показателей: аспект эффективности финансового сектора

Показатели эффективности	Источник данных
Рентабельность банковских активов	World Bank, IMF
Рентабельность банковского капитала	World Bank, IMF
Чистая процентная маржа в банковском секторе	World Bank
Отношение операционных расходов к совокупному объему активов банковского сектора	World Bank
Отношение банковских расходов к доходам	World Bank
Отношение стоимости торгуемых акций за период к среднему размеру капитализации фондового рынка	World Bank

Примерный состав показателей: аспект глубины финансового посредничества и финансовых рынков

1) Банковская сфера

Показатели глубины банковского сектора	Источник данных
Кредиты банков частному сектору (в % к ВВП)	World Bank, IMF, BIS
Кредиты домохозяйствам (в % к ВВП)	BIS
Ипотечные кредиты банков (в% к совокупным доходам населения)	Hypostat
Депозиты частного сектора в банках (в % к ВВП)	World Bank

2) Рынок акций

Показатели глубины рынка акций	Источник данных
Капитализация рынка акций (в % к ВВП)	World Bank
Оборот (совокупная стоимость торгуемых акций) рынка акций (в % к ВВП)	World Bank
Валовые портфельные иностранные инвестиции в акции (в % к ВВП)	IMF

3) Рынок облигаций

Показатели глубины рынка облигаций	Источник данных
Совокупный объем облигаций частного сектора на внутреннем рынке (в % к ВВП)	World Bank
Совокупный объем международных облигаций частного сектора (в % к ВВП)	World Bank
Совокупный объем государственных облигаций (в % к ВВП)	World Bank
Объем эмиссии корпоративных облигаций нефинансового сектора (в % к ВВП)	World Bank

Примерный состав показателей: аспект глубины финансового посредничества и финансовых рынков

4) Страховая деятельность

Показатели глубины рынка страхования	Источник данных
Совокупные активы страховых компаний (в % к ВВП)	World Bank
Объем премий в сегменте страхования жизни (в % к ВВП)	World Bank
Объем премий в сегменте страхования кроме страхования жизни (non-life) (в % к ВВП)	World Bank

5) Пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы

Показатели глубины рынка пенсионных накоплений и других институциональных инвесторов	Источник данных
Совокупные активы частных пенсионных фондов (в % к ВВП)	World Bank
Совокупные активы взаимных фондов (в % к ВВП)	World Bank

6) Лизинг и факторинг

Показатели рынков лизинга и факторинга	Источник данных
Совокупный объем факторинга (в % ВВП)	World Bank
Совокупный объем лизинга (в % ВВП)	World Bank

Примерный состав показателей:

аспект развития инфраструктуры финансового рынка и доступности (инклюзивности) финансовых услуг

Показатели инфраструктуры рынка и доступности финансовых услуг	Источник данных
Отношение количества открытых счетов физическим лицам к численности населения	World Bank
Отношение количества отделений коммерческих банков к численности населения	World Bank
Отношение количества банкоматов к численности населения	World Bank
Отношение стоимости залога к размеру банковского кредита	World Bank

**5. Предлагаемый подход к выбору
целевых значений целевых показателей
в рамках Стратегии**

Последовательность выбора целевых значений целевых показателей индикаторов развития финансового сектора и построения сценарного прогноза

Первый шаг

На основе анализа мирового опыта выявляются стадии развития финансового сектора в их взаимосвязи с развитием национальной экономики, последовательной сменой моделей интеграции национальной экономики в глобальную, а также социальным развитием.

Определяется логика взаимосвязей и статистическая теснота взаимосвязей между соответствующими характеристиками финансовых секторов на каждой из стадий:

- структура привлечения средств
- структуры инструментов и направлений размещения средств;
- уровень ликвидности и срочность операций;
- уровень кредитных и рыночных рисков и адекватный им уровень капитализации финансовых посредников;
- структура и уровень доходов финансовых посредников;
- источники инвестиций в капиталы финансовых посредников

Последовательность выбора целевых значений целевых показателей индикаторов развития финансового сектора и построения сценарного прогноза

Второй шаг

Определяются значения субиндексов финансового развития, соответствующих среднему и наилучшему уровню развития для каждой стадии развития:

- на первом этапе - наилучший уровень финансового развития для той стадии, на которой российский финансовый сектор в настоящее время находится.
- на втором этапе - средний уровень развития для следующей стадии.
- на третьем этапе - наилучший уровень развития для следующей стадии

Помимо целевых значений субиндексов определяются целевые значения наиболее влиятельных отдельных показателей (определяется на основе графа тесноты взаимосвязей, построенного на первом шаге).

Последовательность выбора целевых значений целевых показателей индикаторов развития финансового сектора и построения сценарного прогноза

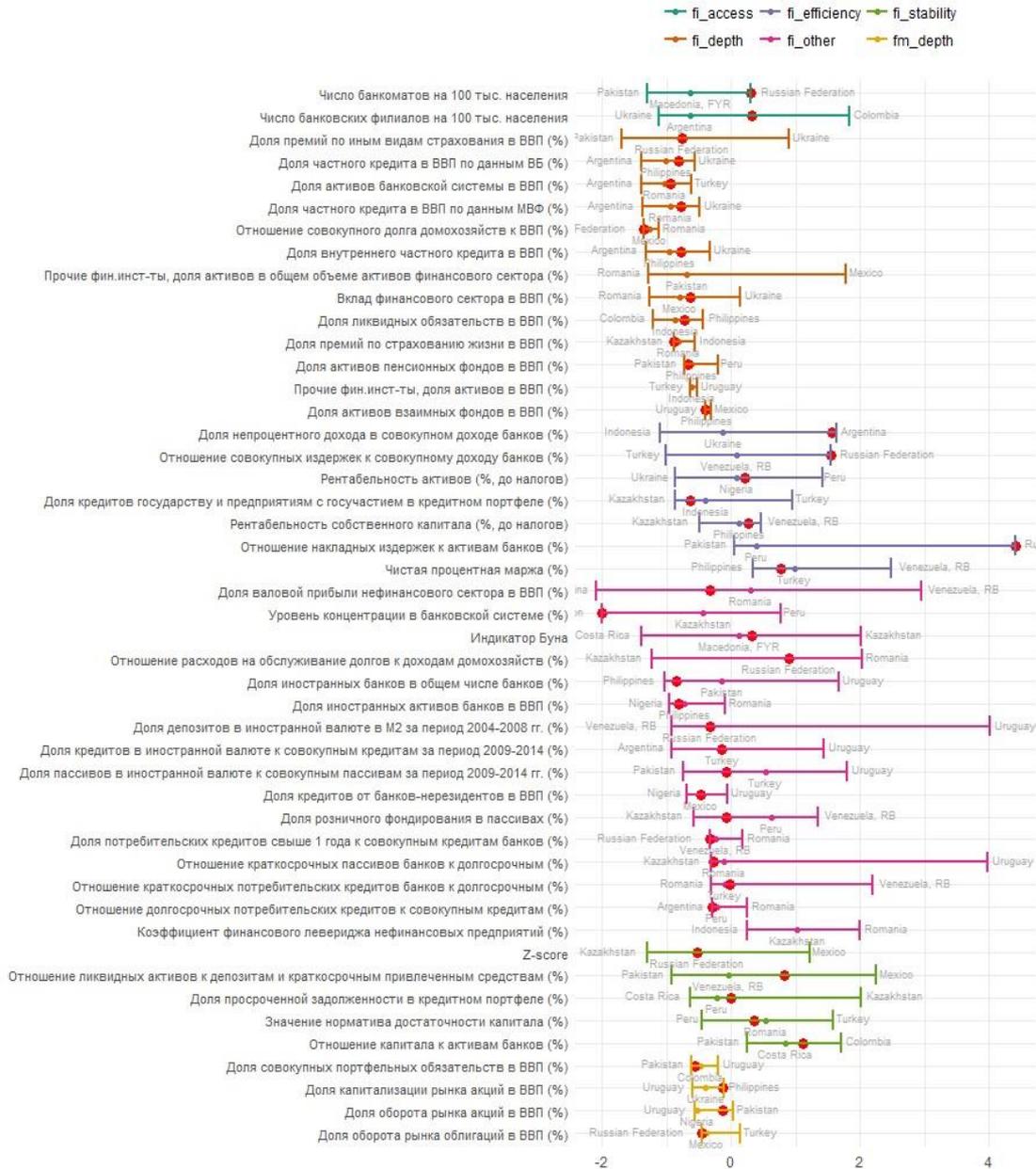
Третий шаг

Строится сценарный прогноз возможного диапазона изменения субиндексов финансового развития и отдельных показателей этого развития в перспективе до 2030 г. (с использованием имеющихся наработок).

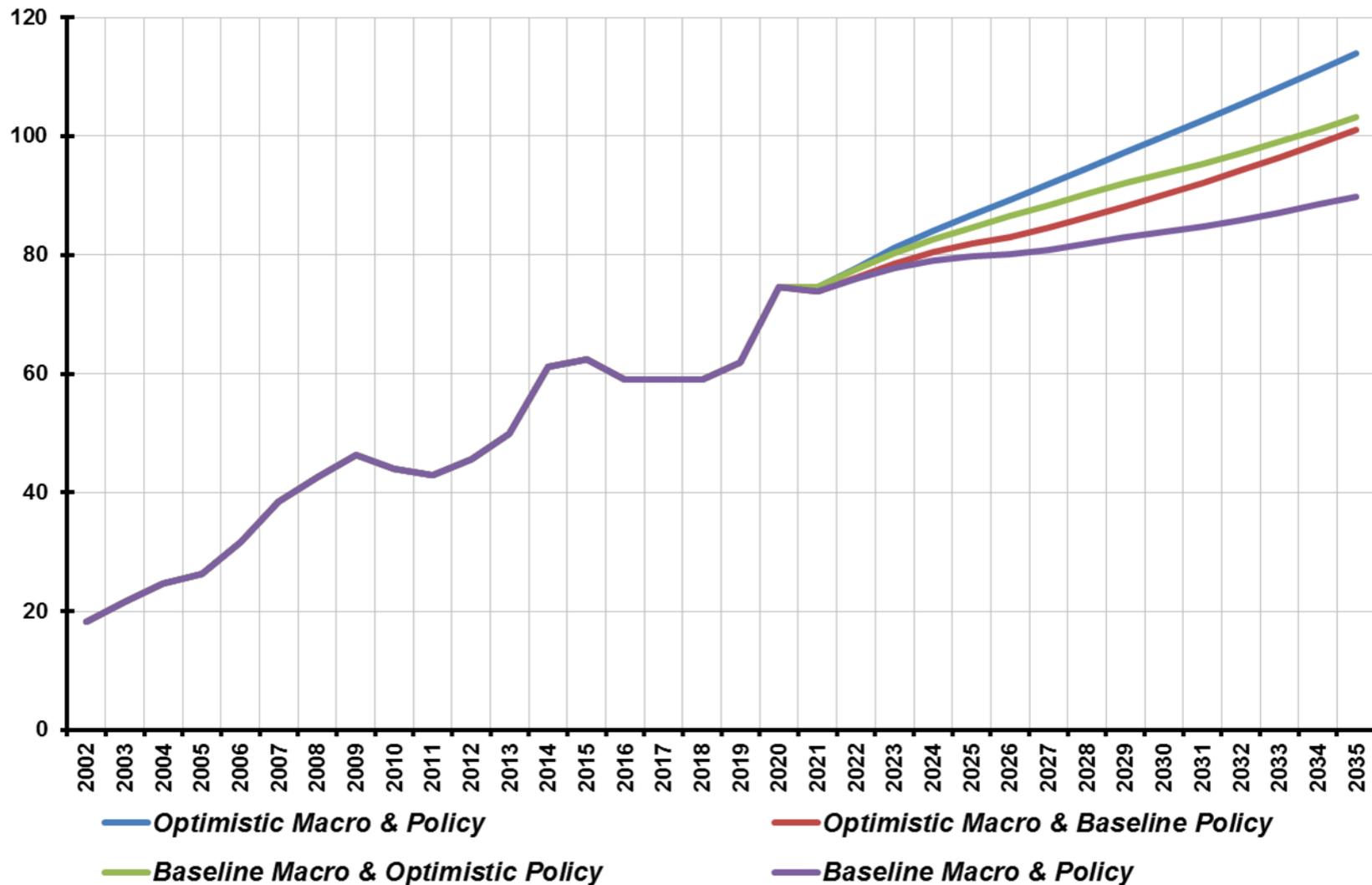
При этом при построении прогноза учитываются как прямые, так и обратные связи между финансовым развитием и макроэкономической динамикой.

На основе разработанных моделей определяются параметры политики (налоговой, регуляторной, денежно-кредитной, политики развития инфраструктуры, повышения финансовой грамотности, антимонопольной и др.) обеспечивающий наиболее быстрый выход на целевые ориентиры каждого из этапов в благоприятных, неблагоприятных и базовых социально-экономических и институциональных сценарных условиях.

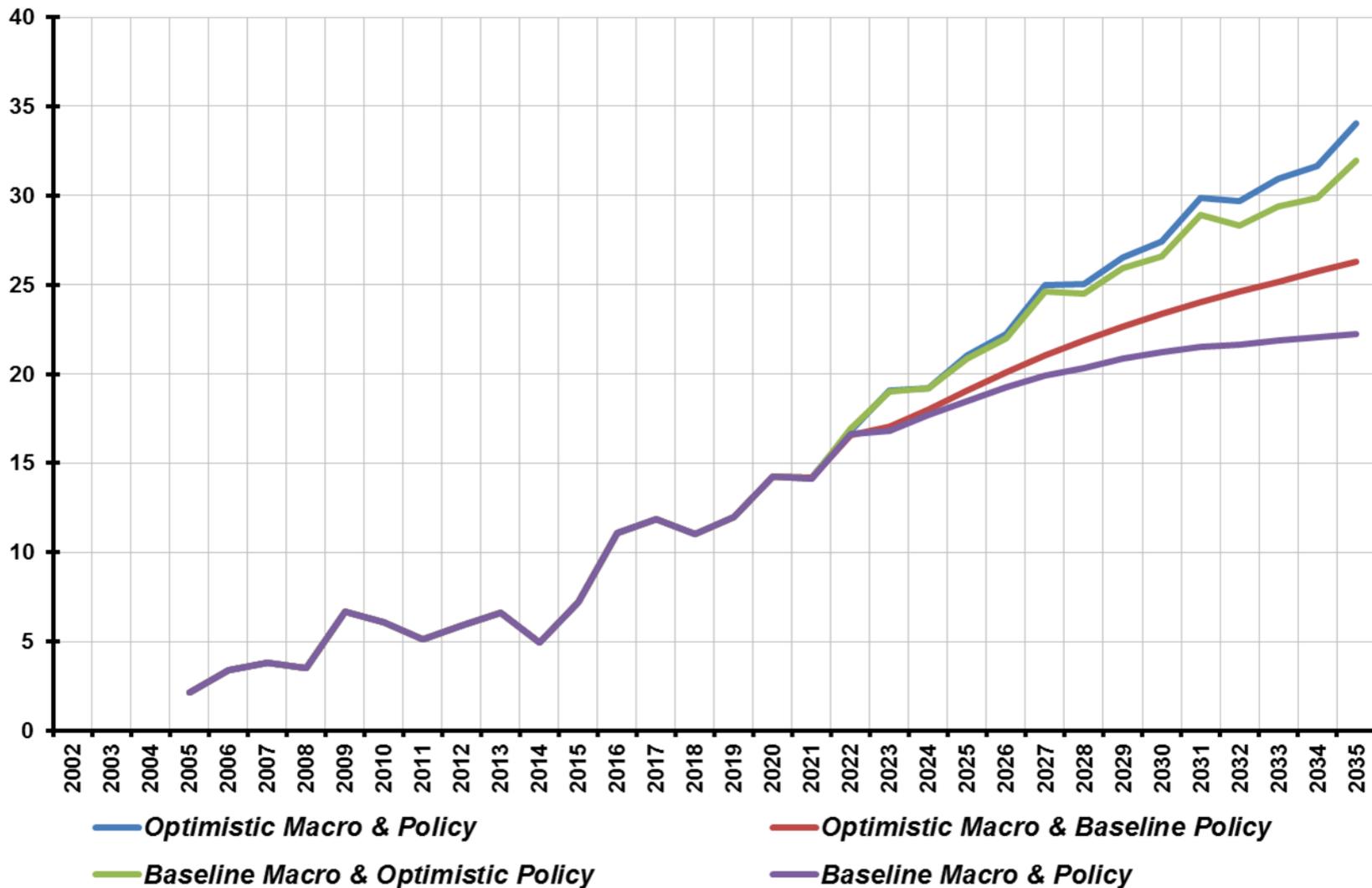
Россия в контексте своего кластера



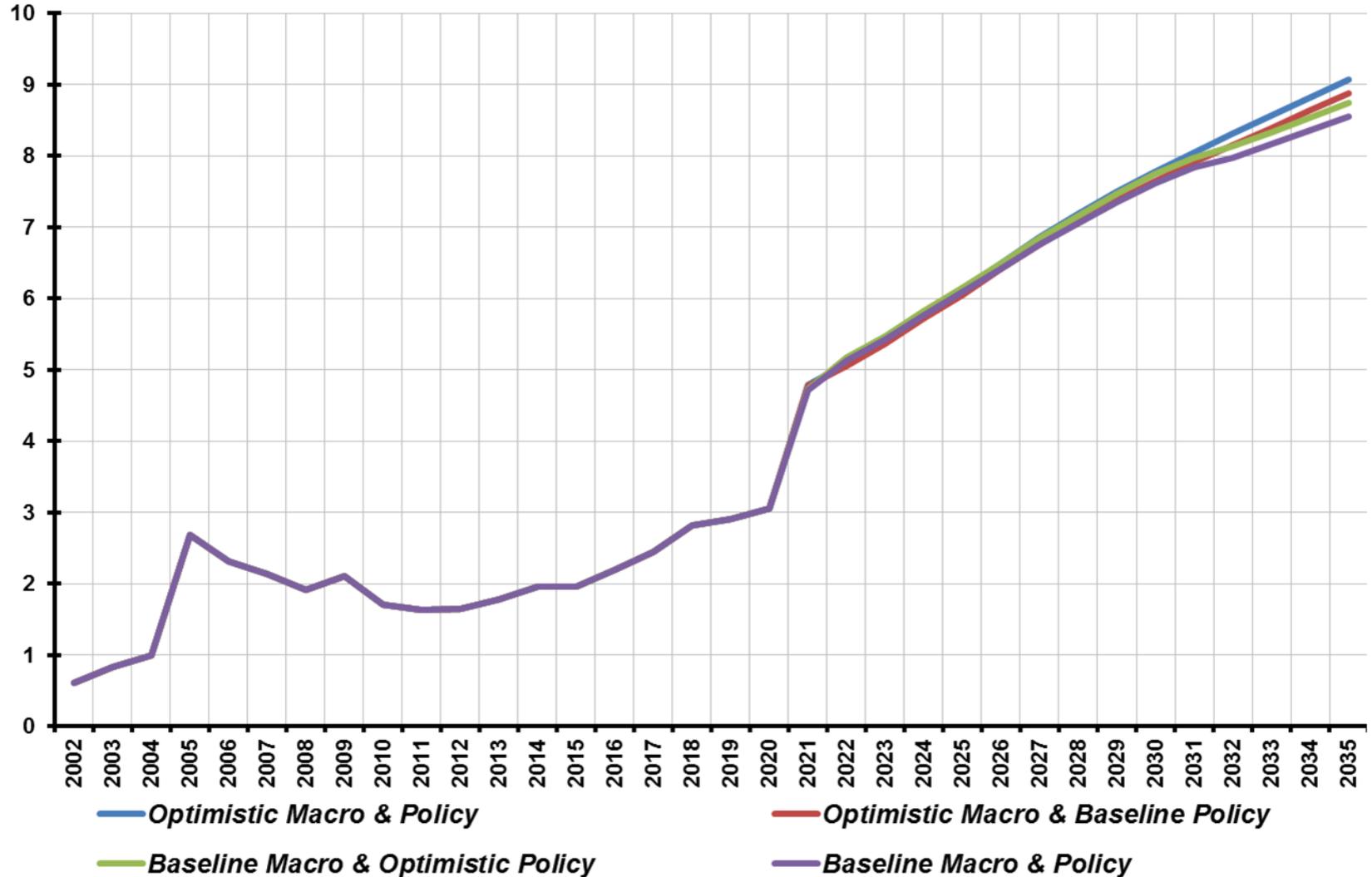
Сценарный прогноз отношения банковских кредитов частному сектору к ВВП России (%)



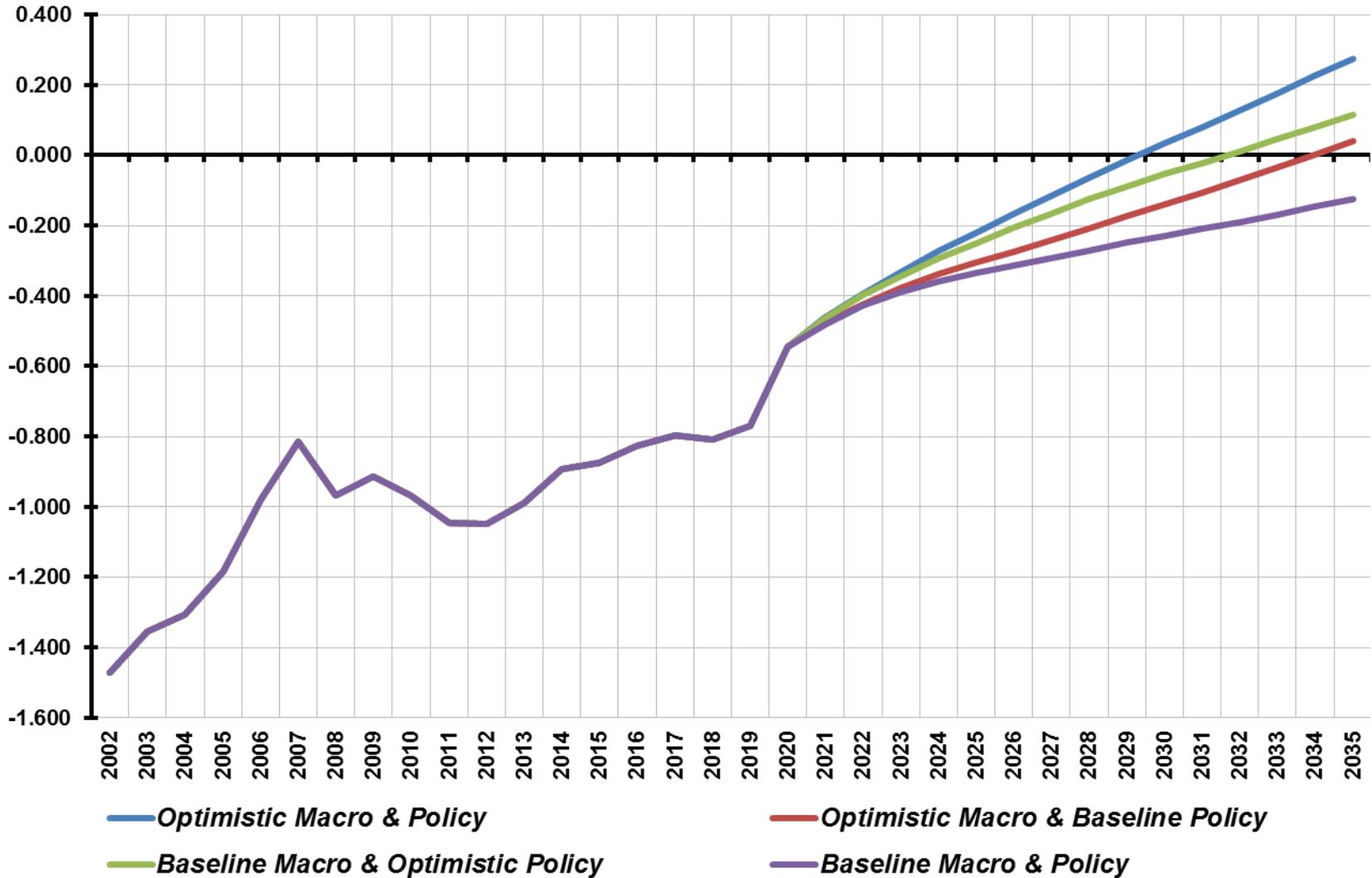
Сценарный прогноз отношения объема внутреннего рынка корпоративных облигаций России к ВВП (%)



Сценарный прогноз отношения активов страхового сектора России к ВВП (%)

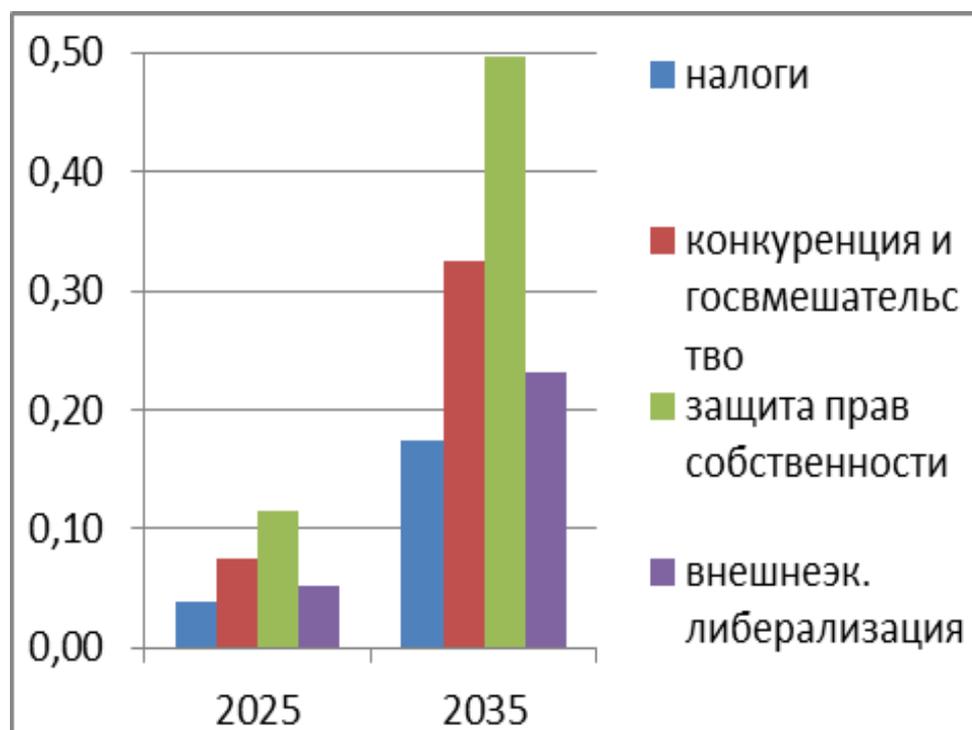


Сценарный прогноз сводного индекса глубины финансового посредничества и финансовых рынков



Моделирование влияния различных направлений государственной политики на аспект глубины финансового посредничества и финансовых рынков¹

(изменение сводного индекса глубины финансового сектора в результате изменения характеристик политики на одно стандартное отклонение по межстрановой выборке)



¹ На основе результатов НИР «Долгосрочные целевые ориентиры развития финансового сектора» проведенного ЦМАКП по заказу Банка России (2016-2018 гг.)

6. Предлагаемый учет неустойчивости условий развития

Предлагаемый учет неустойчивости условий развития

- Сценарирование – сценарное определение целевых показателей
- Определение состава возможных рисков и способов реагирования
- Ежегодные доклады о реализации Стратегии с возможностью корректировки значений и состава целевых показателей
- Оценка вклада государственной политики в изменение показателей при помощи инструментов моделирования

Спасибо за внимание!