

ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

Финансовый журнал

Научно-практическое издание

Выходит 6 раз в год. Издаётся с июля 2009 г.

DOI: 10.31107/2075-1990-2025-1

Том 17

№ 1

2025

Главный редактор

В. С. Назаров

директор Научно-исследовательского финансового института
Министерства финансов Российской Федерации,
кандидат экономических наук

Учредитель и издатель

федеральное государственное бюджетное учреждение
«Научно-исследовательский финансовый институт
Министерства финансов Российской Федерации»

Адрес: Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 125375, Россия

Тел. (495) 699-74-14

E-mail: mail@nifi.ru

Сайт: www.nifi.ru

ISSN 2075-1990 (Print), **ISSN 2658-5332** (Online).

Свидетельство о регистрации СМИ от 08.05.2019 ПИ № ФС77-75704, выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (Роскомнадзор).

Издание включено:

- в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ) с 2009 г.;
- в базу научного цитирования Russian Science Citation Index (RSCI);
- в Перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук;
- в Научную электронную библиотеку «КиберЛенинка»;
- в международный каталог периодических изданий Ulrich's Periodicals Directory;
- в международную базу научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI);
- в международный каталог научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Тексты статей в открытом доступе размещаются:

- на официальном сайте журнала www.finjournal.ru;
- на портале Научной электронной библиотеки (НЭБ) eLIBRARY.RU;
- на портале Научной электронной библиотеки «КиберЛенинка»;
- в международной базе научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI).

Статьи индексируются в международной базе данных Research Papers in Economics (RePEc) и в международном каталоге научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Все статьи проходят обязательное научное рецензирование и проверку на отсутствие элементов плагиата. Процедура рецензирования является анонимной и для рецензента, и для автора. Мнения авторов могут не совпадать с мнением редакции. Ответственность за достоверность материалов статьи несут авторы.

Статьям присваиваются цифровые идентификаторы объектов — DOI (Digital Object Identifier). Статьи публикуются БЕСПЛАТНО.



Издательская этика

Редакция, Редакционная коллегия и Издатель «Финансового журнала» руководствуются общепринятыми международными стандартами этики научных публикаций, разработанными и утвержденными Комитетом по этике научных публикаций (Committee on Publication Ethics — COPE) и прилагают все усилия для полного их соблюдения.

Редакционная коллегия

Назаров В. С., кандидат экономических наук, директор НИФИ Минфина России, главный редактор «Финансового журнала» (г. Москва)

Гурвич Е. Т., кандидат физико-математических наук, руководитель Экономической экспертной группы (г. Москва)

Дробышевский С. М., доктор экономических наук, доцент, главный научный сотрудник научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

Кабир Л. С., доктор экономических наук, профессор, профессор РАН, главный научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

Климанов В. В., доктор экономических наук, доцент, директор Центра региональной политики Института прикладных экономических исследований РАНХиГС, директор Института реформирования общественных финансов, член Общественного совета при Минфине России (г. Москва)

Лаврикова Ю. Г., доктор экономических наук, доцент, директор Института экономики Уральского отделения РАН (г. Екатеринбург)

Малкина М. Ю., доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономической теории и методологии, руководитель Центра макро и микроэкономики Нижегородского государственного университета им. Н. И. Лобачевского (г. Нижний Новгород)

Омельяновский В. В., доктор медицинских наук, профессор, генеральный директор Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России (г. Москва)

Пильник Н. П., кандидат экономических наук, доцент департамента прикладной экономики факультета экономических наук НИУ ВШЭ (г. Москва)

Пинская М. Р., доктор экономических наук, доцент, руководитель Центра налоговой политики НИФИ Минфина России (г. Москва)

Трунин П. В., доктор экономических наук, ведущий научный сотрудник научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

Швандар К. В., доктор экономических наук, руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

Financial Journal

ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

Scientific and Practical Journal

The Journal is issued 6 times a year.
Published since July 2009.

DOI: 10.31107/2075-1990-2025-1

Vol. 17

No. 1

2025

Vladimir S. Nazarov. Editor in Chief

Director of the Financial Research Institute, Candidate of Economic Sciences

Founder and Publisher — Financial Research Institute

Address: 3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 125375, Russian Federation

Phone: + 7 495 6997414

E-mail: mail@nifi.ru

Website: www.nifi.ru

Editorial Office Address:

3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 125375, Russian Federation

Phone: + 7 495 6997683

E-mail: finjournal@gmail.com

Website: www.finjournal-nifi.ru

The Journal publishes studies on the following topics: public finance (budget system, inter-governmental relations, development and implementation of fiscal, monetary and tax policies etc.), financial markets, insurance, banking, accounting and auditing, financial control, statistics, macroeconomic modelling, and international finance.

The Journal is published mainly in Russian with English summaries and bibliographical information. All articles are assigned Digital Object Identifiers (DOIs). Articles are published for FREE.

All articles are reviewed. Decisions about the publishing of articles are based on a double-blind review process. Opinions of the authors may not coincide with the opinion of the publisher.

The Journal is issued 6 times a year (in February, April, June, August, October, and December).

The articles are publicly available on the Financial Journal website, www.finjournal-nifi.ru, on the Open Academic Journals Index (OAJI) and at the Scientific Electronic Library portal, www.elibrary.ru.

The Journal is included in Ulrich's Periodicals Directory.

Journal articles are indexed in the international database RePEc (Research Papers in Economics) and in the international catalog DOAJ (Directory of Open Access Journals).

Publishing Ethics

The Editorial Office, Editorial Board and Publisher of the Financial Journal are guided by generally accepted international standards for the ethics of scientific publications developed and approved by the Committee on Publication Ethics (COPE), and make every effort to fully comply with them.

Editorial Board

Vladimir S. Nazarov, Candidate of Economic Sciences, Director of the Financial Research Institute, Editor in Chief of the Financial Journal, (Moscow, Russian Federation)

Evsey T. Gurvich, Candidate of Physical and Mathematical Sciences, Head of Economic Expert Group (Moscow, Russian Federation)

Sergey M. Drobyshevsky, Doctor of Economic Sciences, Docent, Chief Researcher of the "Macroeconomics and Finance" Division at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

Ludmila S. Kabir, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Russian Academy of Sciences, Chief Researcher at the Center for International Finance of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

Vladimir V. Klimanov, Doctor of Economic Sciences, Docent, Director of the Regional Policy Center, Institute of Applied Economic Research, RANEP; Director of the Institute for Public Finance Reform, Member of the Public Council under the Ministry of Finance of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

Yuliya G. Lavrikova, Doctor of Economic Sciences, Docent, Director of the Institute of Economics of the Ural Branch at the Russian Academy of Sciences (Ekaterinburg, Russian Federation)

Marina Yu. Malkina, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department of Economic Theory and Methodology, Head of the Center for Macro and Microeconomics, Lobachevsky State University of Nizhni Novgorod (Nizhny Novgorod, Russian Federation)

Vitaly V. Omelyanovskiy, Doctor of Medical Sciences, Professor, Director General of the Center for Healthcare Quality Assessment and Control of the Ministry of Health of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

Nikolay P. Pilnik, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Applied Economics, Faculty of Economics Sciences, HSE University (Moscow, Russian Federation)

Milyausha R. Pinskaya, Doctor of Economic Sciences, Docent, Head of the Center for Tax Policy of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

Pavel V. Trunin, Doctor of Economic Sciences, Leading Researcher of the "Macroeconomics and Finance" Division at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

Kristina V. Shvandar, Doctor of Economic Sciences, Head of the Advanced Financial Planning, Macroeconomic Analysis and Finance Statistics Center of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)



Содержание

Фондовый рынок

А. Е. Абрамов, М. И. Чернова, А. Г. Косырев

Частные и коллективные инвестиции

в популярные акции российских компаний 8

Международные финансы

В. И. Бартенев

Гарантийные инструменты в международном финансировании развития:

факторы, динамика и перспективы применения 27

И. И. Яковлева

Ограничения трансграничного движения капитала:

эволюция позиции МВФ и ключевые тенденции 45

Макроэкономическое моделирование

В. И. Вотинов, Ю. А. Польщикова, К. А. Нерсисян

Макроэкономическое моделирование в постпандемийное время 62

Эффективность государственных субсидий

И. К. Ключников, Т. В. Саакян

Экономические основы рациональности и эффективности

государственных субсидий коммерческим организациям 74

Задолженность по кредитам

Б. И. Алехин

Бремя рублевого долга 92

Устойчивое финансирование

Ю. Г. Лаврикова, Е. О. Вегнер–Козлова, О. Н. Бучинская

Организационно-экономические барьеры

на пути развития устойчивого финансирования

(на примере крупного промышленного бизнеса Уральского региона) 108

Contents

Stock Market

A.E. Abramov, M.I. Chernova, A.G. Kosyrev Private and Collective Direct Investments in Popular Shares of Russian Companies	8
--	---

International Finance

V.I. Bartenev Guarantee Instruments in International Development Finance: Factors, Dynamics and Prospects	27
---	----

I.I. Yakovleva Restrictions on Cross-border Capital Flows: Evolution of the IMF's Position and Key Trends	45
---	----

Macroeconomic Modeling

A.I. Votinov, Yu.A. Polshchikova, K.A. Nersisyan Macroeconomic Modeling in Post-pandemic Times	62
---	----

Effectiveness of Government Subsidies

I.K. Klioutchnikov, T.V. Saakyan Economic Foundations of Rationality and Efficiency of State Subsidies to Business Entities	74
---	----

Loan Debts

B.I. Alekhin Ruble Debt Burden	92
---	----

Sustainable Financing

Yu.G. Lavrikova, E.O. Wegner-Kozlova, O.N. Buchinskaia Organizational and Economic Barriers to the Development of sustainable financing in ESG projects (using the Example of a Large Industrial Business in the Ural Region)	108
--	-----

Частные и коллективные инвестиции в популярные акции российских компаний

Александр Евгеньевич Абрамов

E-mail: abramov-ae@ranepa.ru, ORCID: 0000-0003-4285-9115
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Мария Игоревна Чернова

E-mail: chernova-mi@ranepa.ru, ORCID: 0000-0003-0144-1820
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Андрей Геннадьевич Косырев

E-mail: kosyrev-ag@ranepa.ru, ORCID: 0000-0002-1951-4904
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Приход на биржу десятков миллионов частных инвесторов и вовлечение их в прямую торговлю акциями повышают актуальность исследований результативности этого относительно нового биржевого тренда. В статье впервые анализируется так называемый «народный портфель», публикуемый Московской биржей. Целью работы является изучение доходностей и рисков, ассоциированных с инвестированием в наиболее популярные акции на российском рынке, интерес к которым усиливает публикация «народного портфеля».

Настоящее исследование подтверждает наличие на внутреннем рынке акций феномена «мудрости толпы», проявляющегося в том, что доходность «народного портфеля» оказывается сопоставимой с широко используемыми индексами Московской биржи или даже выше. Схожие закономерности ранее были выявлены на американском фондовом рынке в исследованиях предпочтений частных инвесторов крупных онлайн-брокеров. В то же время повышаются риски стадного поведения частных инвесторов, включая их склонность совершать сделки с узким кругом акций, привлекающих повышенное внимание.

В статье показано, что, в отличие от традиционных механизмов формирования рисков стадного поведения инвесторов через социальные сети и онлайн-приложения брокеров, дополнительным источником таких рисков может стать и информация о «народном портфеле», популяризируемая биржей. Доходность «народного портфеля» существенно уступает более диверсифицированным портфелям акций российских компаний, повышая риски использования частными инвесторами активных торговых стратегий. Рост популярности биржевых паевых инвестиционных фондов пока не позволяет частным инвесторам воспользоваться преимуществами более широкой диверсификации, поскольку в активах указанных фондов преобладают те же акции, что и в «народном портфеле». Инвестиции в более диверсифицированные факторные стратегии могли бы существенно повысить эффективность вложений как частных инвесторов, так и биржевых фондов по сравнению с вложениями в акции «народного портфеля». Это также способствовало бы увеличению финансирования новых и растущих компаний на Московской бирже.

Ключевые слова: народный портфель, фондовый рынок, частный инвестор, факторные стратегии, паевые инвестиционные фонды, диверсификация

JEL: G10, G11, G17, G40

Финансирование: статья подготовлена в рамках государственного задания РАНХиГС

Для цитирования: Абрамов А. Е., Чернова М. И., Косырев А. Г. Частные и коллективные инвестиции в популярные акции российских компаний // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 1. С. 8–26. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-8-26>.

© Абрамов А. Е., Чернова М. И., Косырев А. Г., 2025

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-8-26>

Private and Collective Direct Investments in Popular Shares of Russian Companies

Alexander E. Abramov¹, Maria I. Chernova², Andrey G. Kosyrev³

^{1, 2, 3} RANEPА, Moscow, Russian Federation

¹ abramov-ae@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0003-4285-9115>

² chernova-mi@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0003-0144-1820>

³ kosyrev-ag@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0002-1951-4904>

Abstract

The arrival of tens of millions of private investors to the stock exchange and their involvement in direct stock trading increases the relevance of empirical studies of the effectiveness of their strategies. The article analyzes for the first time the return and risks of the so-called people's portfolio published by the Moscow Exchange. The aim is to study the profitability and risks associated with investing in the most popular stocks on the Russian market, which are highlighted by the publication of the people's portfolio. This study confirms the phenomenon of "wisdom of the crowd" in the domestic stock market, as it shows that the yield of the people's portfolio is comparable with or even higher than that of the widely used Moscow Exchange indices. We reveal similar patterns in the investment preferences of private investors among Russian and American brokers. At the same time, the risk of herding behavior of private investors keeps increasing along with the concentration of their trades in a narrow range of high-profile stocks. In contrast to traditional mechanisms of increasing the risk of investors' herding behavior through social networks and online brokerage applications, we show that popularization of people's portfolio by the stock exchange can have a similar effect. The returns of the people's portfolio are significantly lower than more diversified portfolios of Russian companies, which increases private investors' risks from active trading strategies. The growing popularity of exchange-traded mutual funds does not yet allow private investors to take advantage of broader diversification, as the assets of these funds are dominated by the same stocks as in the people's portfolio. Investing in more diversified passive factor strategies could significantly improve the performance of both private investors and exchange-traded funds compared to investing in people's portfolio stocks. It would also help to improve the financing of new and growing companies on the Moscow Exchange.

Keywords: people's portfolio, stock market, private investor, factor strategies, mutual investment funds, diversification

JEL: G10, G11, G17, G40

Funding: The article was prepared within the framework of the RANEPА state assignment research program.

For citation: Abramov A.E., Chernova M.I., Kosyrev A.G. (2025). Private and Collective Direct Investments in Popular Shares of Russian Companies. *Financial Journal*, 17 (1), 8–26 (in Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-8-26>.

© Abramov A.E., Chernova M.I., Kosyrev A.G., 2025

ВВЕДЕНИЕ

Проблемы результативности прямых инвестиций в акции обстоятельно рассматриваются в различных эмпирических исследованиях. Обсуждение данных проблем вряд ли может привести к однозначным выводам, однако до недавнего времени преобладающей являлась точка зрения, что активная торговля акциями разрушительно влияет на благосостояние инвестора (см., напр., [Barber, Odean, 2000]).

Исследования торговой активности клиентов американского брокера Robinhood, сыгравшего роль новатора в процессе демократизации инвестиций частных инвесторов, показывают, что сводный портфель акций, наиболее активно торгуемых частными инвесторами, на том или ином временном горизонте может обыгрывать популярные фондовые индексы и приносить положительную избыточную доходность. То, с чем связан указанный феномен, и то, насколько он является устойчивым, — эти вопросы активно обсуждаются в исследованиях разных экономистов [Welch, 2020; Eaton et al., 2022; Barber et al., 2022, 2024].

В статье рассматриваются индикаторы «народного портфеля» (НП) Московской биржи, структура которого состоит из акций, наиболее активно торгуемых частными инвесторами на бирже. Целью статьи является изучение доходностей и рисков, ассоциированных с инвестированием в наиболее популярные акции на российском рынке, на которых еще более концентрирует внимание неискушенных инвесторов публикация НП непосредственно биржей. Этот информационный продукт косвенно подталкивает неопытных инвесторов к сделкам именно с акциями НП, что делает особенно важным анализ данного портфеля и его рисков. Насколько известно авторам, эмпирический анализ НП с привлечением количественных методов и полной исторической глубиной выполняется впервые в России.

Нами произведена оценка среднесрочной доходности НП, показавшая, что накопленная доходность указанного портфеля незначительно превышает доходности как индекса Мосбиржи, так и индекса широкого рынка.

В исследовании обосновано, что структура НП отражает чрезмерную концентрацию торговой активности частных инвесторов на акциях крупных эмитентов с высокой зависимостью от спроса со стороны иностранных инвесторов, что в условиях санкций порождает риски низкой будущей доходности вложений в указанные акции. При этом как сам «народный портфель», так и сравниваемые с ним фондовые индексы Московской биржи недостаточно диверсифицированы и являются инструментами привлечения повышенного внимания частных инвесторов к ограниченному кругу акций.

На примере выборки биржевых фондов акций показано, что их портфели также сконцентрированы на узком круге акций крупных компаний, аналогичных НП. При этом указанные фонды не решают проблему доступности для массового инвестора вложений в акции компаний второго и третьего эшелона с более высоким потенциалом роста доходности при ограничении соответствующих рисков за счет диверсификации вложений и снижения уровня информационной асимметрии.

Структура статьи выглядит следующим образом. В первой части рассматриваются теоретические аспекты эффективности прямых вложений в акции частных инвесторов. Во второй части анализируются параметры доходности и риска НП Московской биржи. В третьей части раскрываются состав и структура портфелей биржевых паевых инвестиционных фондов (БПИФов) акций, производится их сравнение с «народным портфелем». В четвертой части доходности НП и ряда индексов Московской биржи сравниваются с доходностями факторных стратегий. В заключении приводятся выводы и предложения.

ТЕОРИЯ ОБ ИНВЕСТИЦИЯХ НАСЕЛЕНИЯ В АКЦИИ

В академических работах, посвященных прямым инвестициям в акции частных инвесторов, преобладают предположения о том, что такие вложения со стороны недостаточно информированных и склонных к стадному поведению инвесторов ведут к дополнительным рискам и более низкой доходности индивидуальных портфелей по сравнению с доходностью фондовых индексов. В классической работе Б. Барбера и Т. Одеана [Barber, Odean, 2000], где авторам была предоставлена возможность проанализировать реальные портфели 78 тыс. клиентов одного из крупнейших онлайн-брокеров США на шестилетнем периоде, показано, что из-за избыточной самоуверенности (*overconfidence*), проявляющейся в повышенной торговой активности, портфели частных инвесторов существенно проигрывали фондовым индексам. Это опровергает предположения теории рациональных ожиданий в поведении инвесторов С. Гроссмана и Дж. Стиглица [Grossman, Stiglitz, 1980] о том, что те торгуют акциями до тех пор, пока предельная выгода от такой торговли равняется или превышает ее предельные издержки.

По расчетам Б. Барбера и Т. Одеана, среднестатистическое домохозяйство в выборке обновляло около 75% своего портфеля обыкновенных акций за год. При этом именно транзакционные издержки и высокая частота торговли, а не сам по себе выбор портфеля объясняют низкую инвестиционную эффективность домохозяйств. Доходность портфелей домашних хозяйств до вычета транзакционных издержек оказалась равной доходности взвешенного по капитализации широкого индекса акций американских компаний. Однако средняя чистая доходность после транзакционных издержек инвесторов отставала от рыночного индекса примерно на 1,1% в год. В своем исследовании Барбер и Одеан приходят к выводу, что высокая торговая активность частных инвесторов разрушительно влияет на их благосостояние. Кроме того, опыт частных инвесторов удивительно похож на инвестиционный опыт взаимных фондов, средняя оборачиваемость портфеля которых составляет 77%, что соответствует показателю для индивидуальных портфелей инвесторов. При этом средний паевой инвестиционный фонд отстает от простого рыночного индекса, а частая торговля активами ПИФов снижает доходность.

Однако в ряде исследований зафиксированы особенности применения инвестиционных стратегий у нового поколения инвесторов, что может быть связано с существенным снижением транзакционных издержек при совершении сделок через брокеров, влиянием социальных сетей и иными факторами (см., напр., [Файзулин, 2024]).

Относительно высокая доходность портфеля популярных акций может быть связана с феноменом «мудрости толпы». Еще в начале XX века ученый из Великобритании Ф. Гальтон [Galton, 1907] обнаружил на одной из сельскохозяйственных ярмарок в ходе конкурса по отгадыванию веса быка, что наиболее близкой к фактическому весу была медианная оценка 800 участников. При этом оценки каждого человека по отдельности существенно отклонялись от истинного значения. Данный случай описан в книге Дж. Суrowsьески [Surowiecki, 2005] и обобщен до следующего вывода: при большом количестве лиц с независимым суждением их субъективные взгляды компенсируют друг друга так, что коллективная оценка оказывается наиболее точной. Более подробно феномен «мудрости толпы» в финансовой сфере рассматривается, например, в обзорах Ирины Рябовой¹, исследованиях Е. Чирковой [Чиркова, 2010], Ю. Воронова [Воронов и др., 2018] и др.

Эмпирические проверки этого феномена на современных фондовых рынках проводились с использованием клиентских портфелей брокеров в США. В работе А. Уэлча [Welch, 2020, 2022] оценивались показатели сводного портфеля акций клиентов американской

¹ Рябова И. Сила и слабость коллективного разума. Эконс. 2019. URL: <https://econs.online/articles/ekonomika/sila-i-slabost-kollektivnogo-razuma/>.

брокерской компании Robinhood в 2018–2020 гг., который автор называет «инвестиционный портфель мудрости толпы». Веса акций в нем рассчитывались ежедневно пропорционально количеству частных инвесторов, владеющих ими по данным статистики, раскрываемой брокером. Наибольший удельный вес в указанном портфеле занимали акции самых крупных и наиболее ликвидных компаний с учетом ряда исключений в пользу некоторых популярных в соцсетях акций и пострадавших во время эпидемии COVID акций компаний «старой экономики» (например, авиа- или туристических компаний).

По расчетам А. Уэлча [Welch, 2020, 2022], на рассматриваемом трехлетнем горизонте указанный портфель показал значимую положительную избыточную доходность (коэффициент альфа) по сравнению с доходностью государственных облигаций в CAPM-модели с применением широкого фондового индекса с корректировкой на безрисковую ставку (альфа Йенсена), а также в пятифакторной модели Фамы — Френча. Столь позитивные результаты сводного портфеля частных инвесторов авторы объясняют удачным выбором времени входа в рынок (*market timing*) и применением стратегии инерционного инвестирования в наиболее ликвидные акции крупных эмитентов. Так, важным критерием отбора для молодых инвесторов брокера Robinhood были объемы торгов акциями крупных эмитентов в течение года до сделки. В регрессионной модели значительную часть доходности сводного инвестиционного портфеля объясняли переменные, характеризующие ликвидность акций в виде количества торгуемых акций и объемов торгов в долларах.

В статье Г. Итона и др. [Eaton et al., 2022] показано, что изменения во вложениях в акции у клиентов Robinhood не имеют положительной связи с их будущей доходностью, в целом указанные инвесторы, как правило, ориентированы на импульсную торговую стратегию (*momentum-oriented*) и склонны к стадному поведению. По сравнению с клиентами более крупных американских онлайн-брокеров (Schwab, Fidelity и др.), торговые стратегии инвесторов Robinhood в большей мере шумовые² и способствуют росту волатильности доходности рынка акций, в то время как инвесторы других брокеров влияют на ее снижение.

В исследовании [Barber et al., 2022], проведенном на основании тех же данных брокера Robinhood за 2018–2020 гг., что и в упомянутых выше работах [Welch, 2020; 2022; Eaton et al., 2022], показано, что содержание упрощенной информации в смарт-приложении этого брокера оказывает значимое воздействие на поведение частных инвесторов, подталкивая их к покупке наиболее крупных акций, упоминаемых в списке «Тор Мover» (акции с наибольшим изменением процентной доходности на текущий момент времени). Более активные покупки акций, привлекающих внимание (*attention-driven buying*), ведут к стадному поведению и повышенной волатильности доходности указанных акций. Использование торговой стратегии покупки акций, привлекающих внимание, оказывает отрицательное влияние на последующую краткосрочную доходность. Авторы также обнаружили, что совокупная доходность пользователей Robinhood не отличается от нуля при тестировании с использованием стандартных факторных моделей ценообразования активов.

В другой статье [Barber et al., 2024] показано, что сделки розничных инвесторов приносят низкие результаты из-за концентрации внимания на узком круге выпусков акций. При этом мелкие сделки, которые, как правило, совершаются менее состоятельными и искушенными инвесторами, больше сосредоточены на привлекающих внимание акциях и работают хуже, чем крупные сделки.

² Шумовой трейдер (англ. *noise trader*) — инвестор, совершающий сделки на бирже на основе не объективных факторов, а новостей, слухов, маркетинга брокера, собственных убеждений и прочих сигналов, которые собирательно называют экономическим шумом. В результате таких сделок увеличиваются объемы торгов акциями и меняются их цены без наличия каких-то научно или фактологически обоснованных причин. Это отклоняет цены акций от их рыночной или справедливой стоимости в моменте и повышает волатильность.

В публикации Х. Мяо раскрываются данные ресурса Vanda Research о том, что за девятилетний период с января 2014 г. по октябрь 2023 г. накопленная доходность среднего портфеля акций частных инвесторов составила около 152% по сравнению с аналогичным показателем индекса S&P 500 в размере 140%³. В индексе Vanda Research преобладают акции технологических компаний. Только Apple, Tesla и Nvidia составляют в нем около 40%.

С начала 2020 г. на своем сайте брокерская компания Robinhood ежемесячно раскрывает сравнительную статистику роста Robinhood Investor Index (RII) в сопоставлении с динамикой индекса NASDAQ Composite Index⁴. RII включает 100 наиболее популярных у клиентов этого брокера акций, а вес каждой акции в портфеле определяется стоимостью клиентских активов, инвестированных в нее. По нашим расчетам по состоянию на июль 2024 г., исходя из значения обоих индексов на начало 2020 г. накопленная доходность RII составляла 147,5% и значительно уступала индексу NASDAQ с доходностью 199,9%.

При анализе результативности прямых вложений в акции со стороны частных инвесторов в научной литературе преобладает в целом осторожный подход к оценке их успешности. Опережающий рост индексных инвестиционных фондов в мире подтверждает гипотезы, обосновывающие выгоды пассивных и коллективных инвестиций для указанных инвесторов. Вместе с тем развитие финансовых технологий, снижение транзакционных и иных барьеров для совершения биржевых сделок физическими лицами, активный маркетинг со стороны социальных сетей и некоторых лидеров общественного мнения в условиях отставания роста коллективных инвестиций и пенсионных фондов во многих странах, включая Россию, в последние годы вызывают рост интереса населения к биржевым сделкам с акциями и иными базовыми активами.

Стадному поведению инвесторов во многом способствовало распространение социальных сетей и мобильных приложений для частных инвесторов. С одной стороны, согласно исследованиям социолога М. Грановеттера, выход за пределы сильных форм связей (круга родственников и знакомых) позволяет людям более оперативно получать полезную для них информацию [Granovetter, 1983], что предопределяет преимущества социальных сетей. С другой стороны, развитие социальных сетей и цифровизация инвестиционного процесса способствуют синхронизации поведения частных инвесторов под влиянием рекомендаций лидеров общественного мнения, распространения рекомендательных алгоритмов, внедрения элементов геймификации в популярные приложения и пользовательские интерфейсы, что нередко приводит к иррациональным инвестиционным решениям ([Knorr-Cetina, 2003; Wang, 2021; Chaudhry, Kulkarni, 2021; Pal et al., 2021; Barber et al., 2022; Hüller et al., 2023]; Financial Stability Board, 2022⁵ и др.).

Из-за искажения информационного потока через призму технологий розничные инвесторы зачастую склоняются к покупке акций узкого круга наиболее известных компаний [Hafeez et al., 2022] или наиболее крупных компаний [Подгорный, 2013]. В этом контексте важно учитывать не только цифровые технологии, но и информацию, распространяемую самой биржей. Так, публикация «народного портфеля» Московской биржей является типичным примером еще большей концентрации внимания на крупнейших и наиболее известных акциях, усугубляющей проблему низкой диверсификации портфелей частных инвесторов.

³ Miao H. Who You Calling Dumb Money? Everyday Investors Do Just Fine // The Wall Street Journal online. October 23, 2023. URL: <https://www.wsj.com/finance/stocks/who-you-calling-dumb-money-everyday-investors-do-just-fine-9dd63892>.

⁴ https://robinhood.com/us/en/investor-index/#rix_disclosures.

⁵ Gaming trading: how trading apps could be engaging consumers for the worse. Financial Conduct Authority (FCA). 21.11.2022. URL: <https://www.fca.org.uk/publications/research-articles/gaming-trading-how-trading-apps-could-be-engaging-consumers-worse>.

Академические дискуссии о преимуществах и недостатках активного участия частных инвесторов на российском рынке акций ведутся редко. В этих условиях нам представляется особо актуальным проведение анализа успешности вложений частных инвесторов в акции российских компаний на основании статистики «народного портфеля», раскрываемой Московской биржей.

ОПИСАНИЕ «НАРОДНОГО ПОРТФЕЛЯ» НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ

Отслеживание предпочтений частных инвесторов на внутреннем рынке акций Московской биржа впервые начала в 2020 г. На страницах своего сайта она стала публиковать отчеты с названием «Выбор частного инвестора», которые вплоть до января 2022 г. были самостоятельным документом, состоявшим из трех блоков: наиболее популярные акции российских компаний, иностранных эмитентов и биржевых фондов и ETFs. После приостановки торгов акциями в феврале 2022 г. на один месяц Московская биржа прервала публикацию данных на шесть месяцев. После этого информация о выборе инвесторов сократилась до акций внутренних эмитентов, а сам портфель перестал быть самостоятельным продуктом и был совмещен с отчетами об итогах торгов на рынке акций⁶. В названии также происходили трансформации: до 2022 г. использовалось название «Народный портфель», с января 2022 г. — «Выбор инвесторов», с августа 2022 г. — «Выбор частных инвесторов». В деловых СМИ и среди публикаций профессиональных участников рынка за этим списком наиболее популярных акций закрепилось первоначальное название «народный портфель» (НП).

Состав НП всегда включает 10 акций, которые определяются по следующей схеме. Для каждой акции, по каждому физическому лицу, участвовавшему в организованных торгах Московской биржи, включая клиентов — физических лиц, операции которых осуществлялись со счетов доверительного управления, рассчитывается нетто-объем (разница в объеме покупок и продаж) на отчетную дату. Затем позиции частных инвесторов по каждой бумаге агрегируются и выбирается топ 10 акций российских компаний. На последнем этапе рассчитывается доля бумаг в НП. Таким образом, каждый месяц в список включаются наиболее покупаемые среди частных инвесторов акции.

За четыре года с момента первой публикации в НП побывала 21 ценная бумага, из которых две — привилегированные акции, а остальные — обыкновенные (табл. 1). Всего Московская биржа опубликовала отчет о составе НП 42 раза (48 месяцев с 2020 по 2023 г., с учетом шести месяцев приостановки в 2022 г.). Акции Сбера и Газпрома входили в топ покупок частных инвесторов в каждом месяце, а акции Лукойла, Норильского никеля, привилегированные акции Сбера и Сургутнефтегаза покидали топ покупок не более одного-двух раз за все четыре года. Таким образом, шестерка акций крайне устойчиво лидирует не столько по весу или абсолютным объемам покупки, сколько по постоянству внимания инвесторов.

Тройка акций — Сбер, Газпром и Лукойл — доминирует как по популярности среди инвесторов, так и в ведущих индексах Московской биржи: основном и индексе голубых фишек. Однако предпочтения частных инвесторов в НП отличаются в пользу гораздо большей доли акций Сбера по состоянию на 2023 г. и большей концентрации крупнейших эмитентов. Более основательно представлены крупнейшие дивидендные акции. Так, доля привилегированных акций Сбера и Сургутнефтегаза в 2023 г. достигала соответственно 7,7 и 5,8%, помимо того, что обыкновенные акции трех основных эмитентов в НП также характеризуются высокой дивидендной доходностью. Общая статистика НП показана в табл. 1.

⁶ Фондовый рынок. Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/s2184>.

Таблица 1

Статистика состава НП Московской биржи и сопоставление с индексами, %

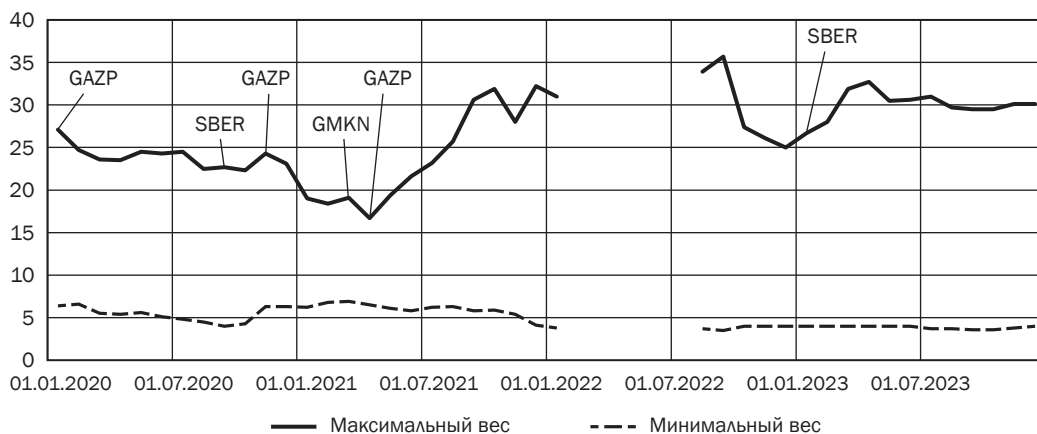
	Месяцев в НП	Средний вес в НП за год				Вес в индексе (2023 г.)	
		2020	2021	2022	2023	Мосбиржи	Голубых фишек
SBER	42	16,1	12,4	21,1	30,0	12,59	17,36
GAZP	42	23,6	23,6	29,9	18,5	11,56	15,94
LKOH	40	11,1	6,3	10,3	12,0	14,23	19,01
SBERP	41	7,9	7,5	6,1	7,7	2,44	
GMKN	41	9,3	15,4	9,6	7,4	6,98	9,63
SNGSP	40	6,2	5,9	5,1	5,8	2,77	
ROSN	20	1,5		4,1	5,3	2,53	3,48
YNDX	31	4,0	3,0	5,2	5,3	1,49	2,05
NVTK	16			3,4	3,9	3,4	4,69
MGNT	9	1,8			1,9	1,92	2,65
MTSS	21	2,6	4,1	3,2	1,0	1,12	
TATN	3	0,3			0,6	6,06	8,35
CHMF	16	3,5	3,4	0,7	0,3	1,97	2,71
PLZL	1				0,3	2,33	3,21
VTBR	19	7,0	3,0	0,9		0,95	
NLMK	4		1,4	0,7		1,65	2,27
AFLT	17	3,5	6,6			0,51	
MAGN	7		3,4			1,27	
POLY	5		2,7			0,32	
MAIL	4	1,2	1,2				
HYDR	1	0,5				0,26	
Всего разных акций в НП		16	15	13	14		

Источник: составлено авторами по данным Московской биржи.

С конца 2021 г. наметился тренд поляризации выбора частных инвесторов. Популярность одной акции выросла и превысила 30% в составе покупок (рис. 1). До начала 2023 г. лидировали акции Газпрома, а с января 2023 г. – Сбера. Таким образом, почти треть чистых покупок инвесторов приходилась только на одну акцию.

Рисунок 1

Максимальный и минимальный веса акции в составе НП в 2020–2023 гг., %



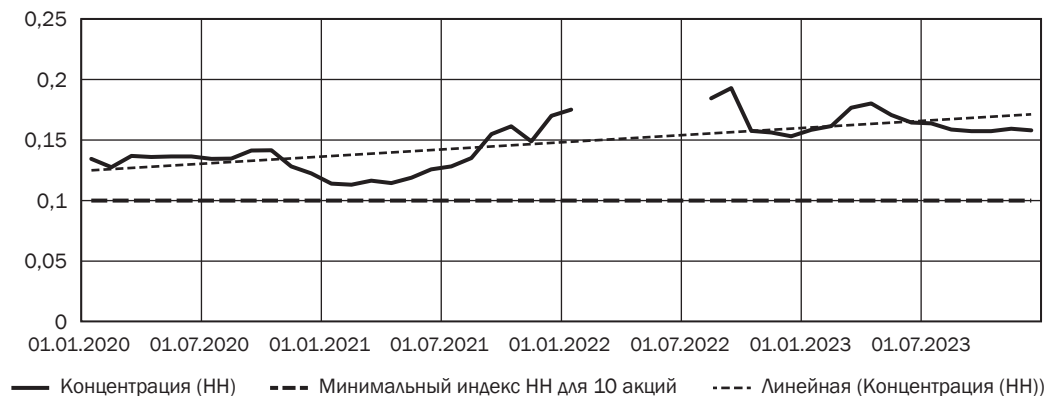
Примечания: тикерами на линии максимального веса обозначены первые месяцы смены акции с максимальным весом; точка без обозначения – лидер не сменился; SBER – ПАО «Сбербанк», GAZP – ПАО «Газпром», GMKN – ПАО «Норильский никель».

Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Концентрация НП продолжает расти (рис. 2). Для иллюстрации использован индекс Херфиндала — Хиршмана (НН), который рассчитывается как сумма квадратов весов каждой акции⁷. Динамика индекса схожа с различиями в максимальном и минимальном весах.

Рисунок 2

Индекс концентрации акций в составе НП в 2020–2023 гг.



Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

По нашему мнению, НП Московской биржи можно рассматривать как своего рода витрину анализируемых в теоретической части статьи акций, привлекающих внимание, а сам по себе НП, равно как и наиболее популярные фондовые индексы Московской биржи, является инструментом указанных акций среди частных инвесторов.

Специфика торговли акциями, привлекающими внимание, заключается в том, что они реализуются в условиях, когда в силу санкций внутренний рынок покинули нерезиденты, на которых до 2022 г. приходилось около 70% акций, находящихся в свободном обращении. По данным Московской биржи, на частных инвесторов приходится более 70% биржевых сделок с акциями. Рост стоимости большинства акций в НП ограничен из-за отсутствия спроса со стороны нерезидентов. С точки зрения перспектив роста стоимости повышаются шансы роста акций небольших и новых компаний, в торгах которыми не участвовали иностранные инвесторы. Однако торговая активность частных инвесторов продолжает концентрироваться на ограниченном круге крупнейших эмитентов, что ограничивает доходность их вложений.

**СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ
«НАРОДНОГО ПОРТФЕЛЯ»**

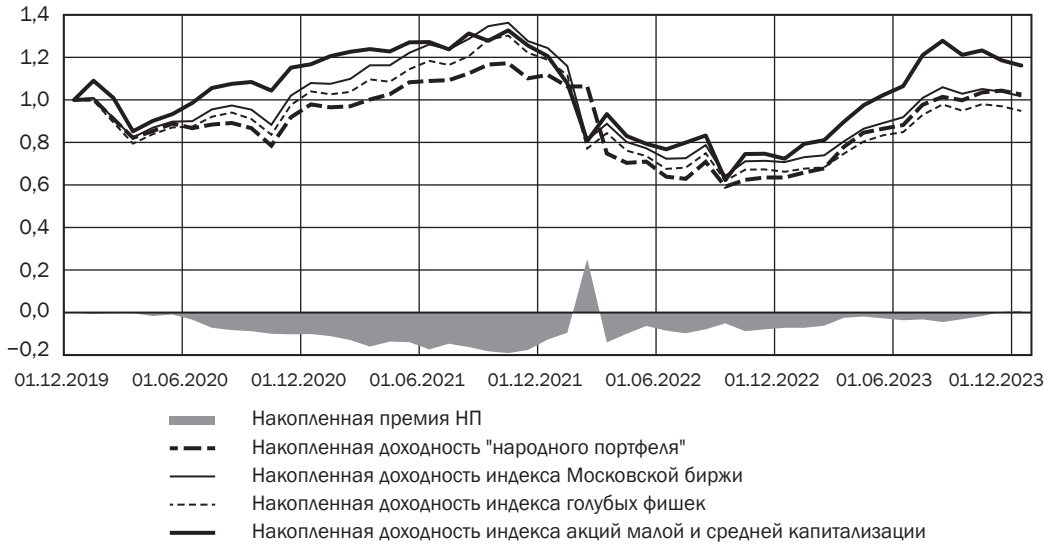
Несмотря на внимание инвестиционного сообщества к информации о НП, мы не нашли публикаций, посвященных оценкам параметров доходности и риска указанного портфеля. Не раскрывает указанную информацию и Московская биржа.

По доходности НП исторически немного проигрывал индексу Московской биржи, однако сравнялся с ним к концу 2023 г. По сравнению с концом 2019 г., индекс Московской биржи, широкий индекс и НП выросли соответственно на 1,75; 2,64 и 2,58% за четыре года накопленным итогом. Вплоть до декабря 2023 г. НП проигрывал всем индексам, кроме индекса голубых фишек (рис. 3).

⁷ Минимальный возможный размер индекса для портфеля из 10 акций достигается при одинаковых весах всех акций и равен $10 \cdot (10\%)^2 = 0,1$, а максимальный равен 1 при весе 100% одной акции и 0% — остальных.

Рисунок 3

Накопленная доходность НП и индексов в 2020–2023 гг.



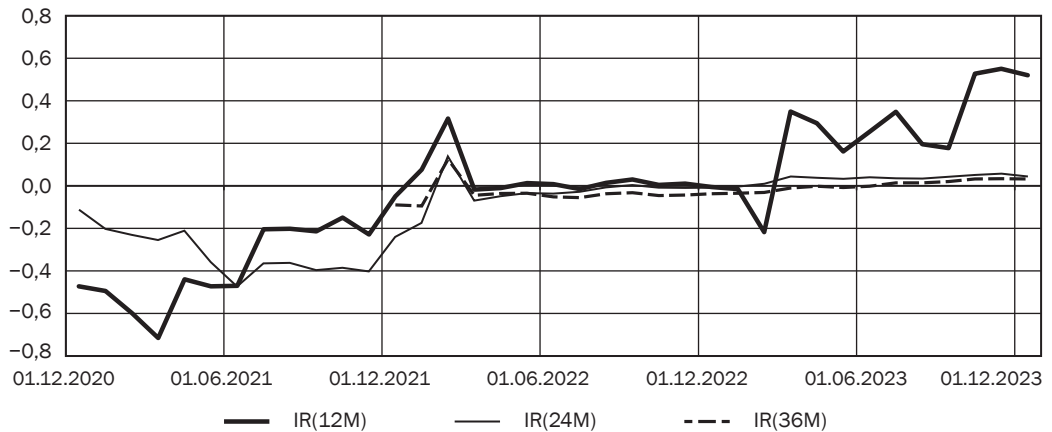
Примечание: конец 2019 г. = 1.

Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Если рассчитать премию НП по сравнению с индексом Московской биржи по средней доходности (ошибка отслеживания) на трехлетних горизонтах, то она составит $-3,90$ и $+3,34$ процентного пункта с 2020 по 2022 г. и с 2021 по 2023 г. Оценка не может быть полной без сопоставления рисков. Классическим показателем для этого является информационный коэффициент, который сопоставляет значение премии портфеля по отношению к некоторому эталонному портфелю с тем дополнительным риском, который приносит отклонение от бенчмарка. Информационный коэффициент рассчитывается как отношение средней ошибки отслеживания и ее волатильности на интервалах в один, два и три года скользящим окном.

Рисунок 4

Информационные коэффициенты на горизонте одного, двух и трех лет, скользящим окном, в 2020–2023 гг.



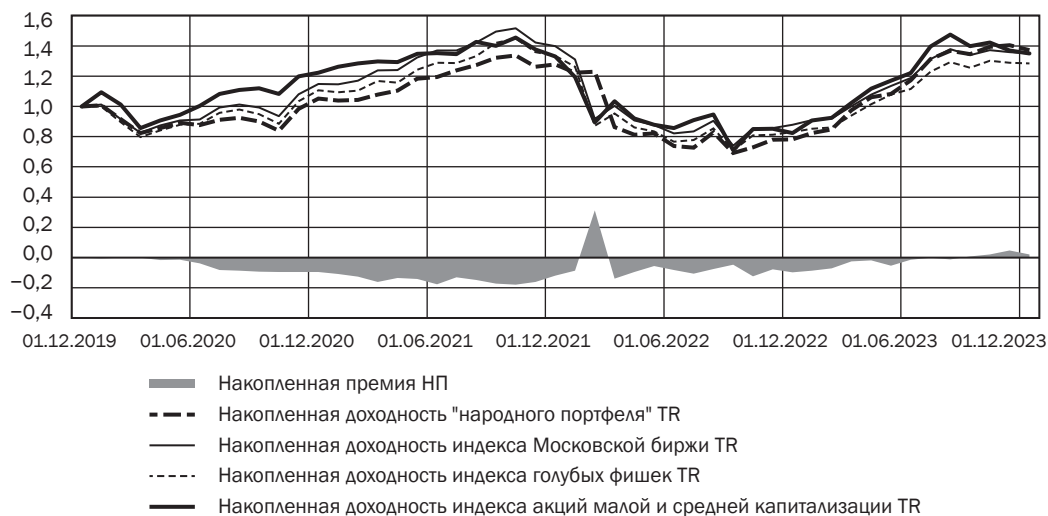
Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Более краткосрочные доходности НП ожидаемо волатильны, до конца 2021 г. преимущественно отрицательны, поэтому на горизонте одного года индекс Московской биржи имел более высокую доходность (рис. 4 выше). Затем частные инвесторы выбирали такие акции, которые росли несколько быстрее индекса, что привело к росту информационного коэффициента. Однако на более долгосрочных горизонтах эта тенденция сглаживается, информационный коэффициент положителен, но близок к нулю. Это говорит о том, что получаемые сверх доходности индекса премии приводят к значительному повышению риска, что в результате не улучшает сводные индикаторы портфеля.

Стратегия инвестирования в акции НП незначительно выгоднее портфелей популярных фондовых индексов с точки зрения дивидендов из-за отмечавшейся выше склонности частных инвесторов к дивидендным акциям (рис. 5). НП с учетом всех выплаченных дивидендов проигрывал индексу Московской биржи вплоть до конца 2023 г. Накопленная общая доходность НП составила 37,2%, индекса Московской биржи – 34,98%, индекса голубых фишек – 28,35% и индекса акций малой и средней капитализации – 34,95%. Общая доходность НП рассчитывалась как сумма курсовой и дивидендной доходностей по каждой акции, причем дивидендная доходность оценивалась как отношение дивиденда на одну акцию к ее средней цене за последний год без учета месяца выплаты (закрытия реестра).

Рисунок 5

Накопленная доходность НП и индексов с учетом дивидендов в 2020–2023 гг.



Примечание: конец 2019 г. = 1.

Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Понять, насколько отклоняется выбор частных инвесторов от бенчмарка, позволяет оценка меры активности «народного портфеля» по методике К. Кремерса и А. Петайисто [Cremers, Petajisto, 2009]. Чем больше ее значение, тем более активным считается портфель. Часто упоминается условная шкала соответствия активной доли уровню пассивности портфеля, хотя научно эти диапазоны не обоснованы. Значение активной доли от 0 до 20% соответствует пассивной стратегии, свыше 60% – активному управлению.

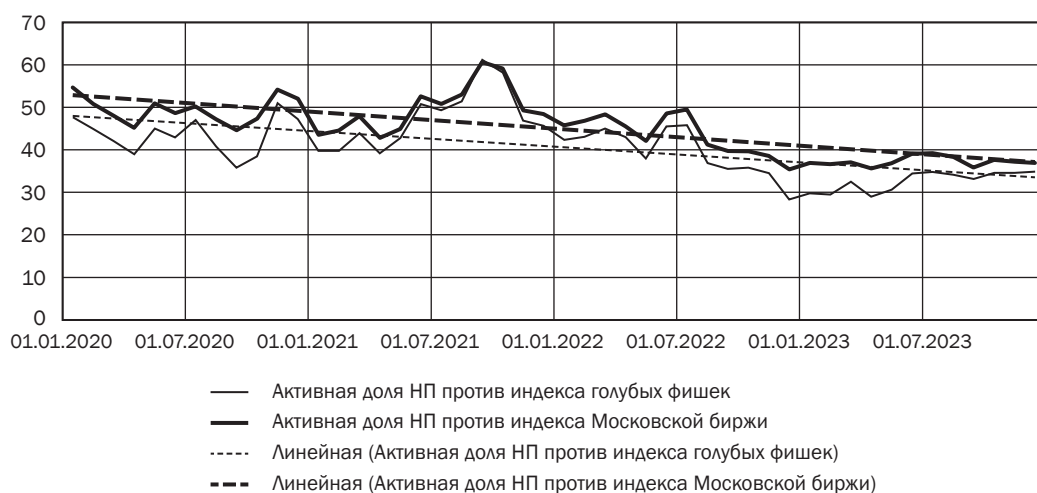
Активная доля оценивается как сумма абсолютных отклонений весов между портфелем и его бенчмарком (формула 1). Если какие-то акции встречаются только в портфеле или в бенчмарке, то множества акций объединяются, а в том портфеле, в котором они отсутствуют, их вес принимается за ноль.

$$\text{Активная доля} = \frac{1}{2} * \sum_{i=1}^N |w_{\text{портфеля},i} - w_{\text{бенчмарка},i}| \quad (1)$$

Мера активной доли НП снижается, что говорит о сближении со структурой портфеля индекса Московской биржи (рис. 6). Еще меньше его отклонение от индекса голубых фишек. Это свидетельствует о том, что наибольшей популярностью пользуются акции с большой капитализацией, чей вес высок в соответствующих индексах.

Рисунок 6

Активная доля НП против индексов Московской биржи и голубых фишек, 2020–2023 гг., %



Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Таким образом, выбор частных инвесторов все больше стремится к совпадению с составом и структурой основных индексов. Избыточная доходность в результате отклонения от бенчмарков в пользу более высокой доли в «народном портфеле» трех крупнейших эмитентов и дивидендных акций не компенсируется ростом рисков от снижения диверсификации. Причем эталонные портфели также не являются лучшими с точки зрения диверсификации, так как значительно смещены в пользу эмитентов с высокой капитализацией, которые в прошлом были более зависимы от иностранных инвесторов. На долгосрочном временном горизонте НП сложно назвать успешным, однако не наблюдается и сильного провала из-за высокой схожести его с индексами.

ПРИВЛЕКАЮЩИЕ ВНИМАНИЕ АКЦИИ И БИРЖЕВЫЕ ФОНДЫ

Помимо прямых инвестиций в акции, частные инвесторы инвестируют в них через биржевые ПИФы, популярность которых в последние годы растет.

Анализ портфелей биржевых фондов и определение наиболее популярных в их портфелях акций («Выбор БПИФов») производились по разработанной нами методологии оценки, которая имитирует действия Московской биржи по отбору акций для НП. Выбор БПИФов рассчитан до ноября 2023 г. с учетом запаздывания раскрытия информации о фондах.

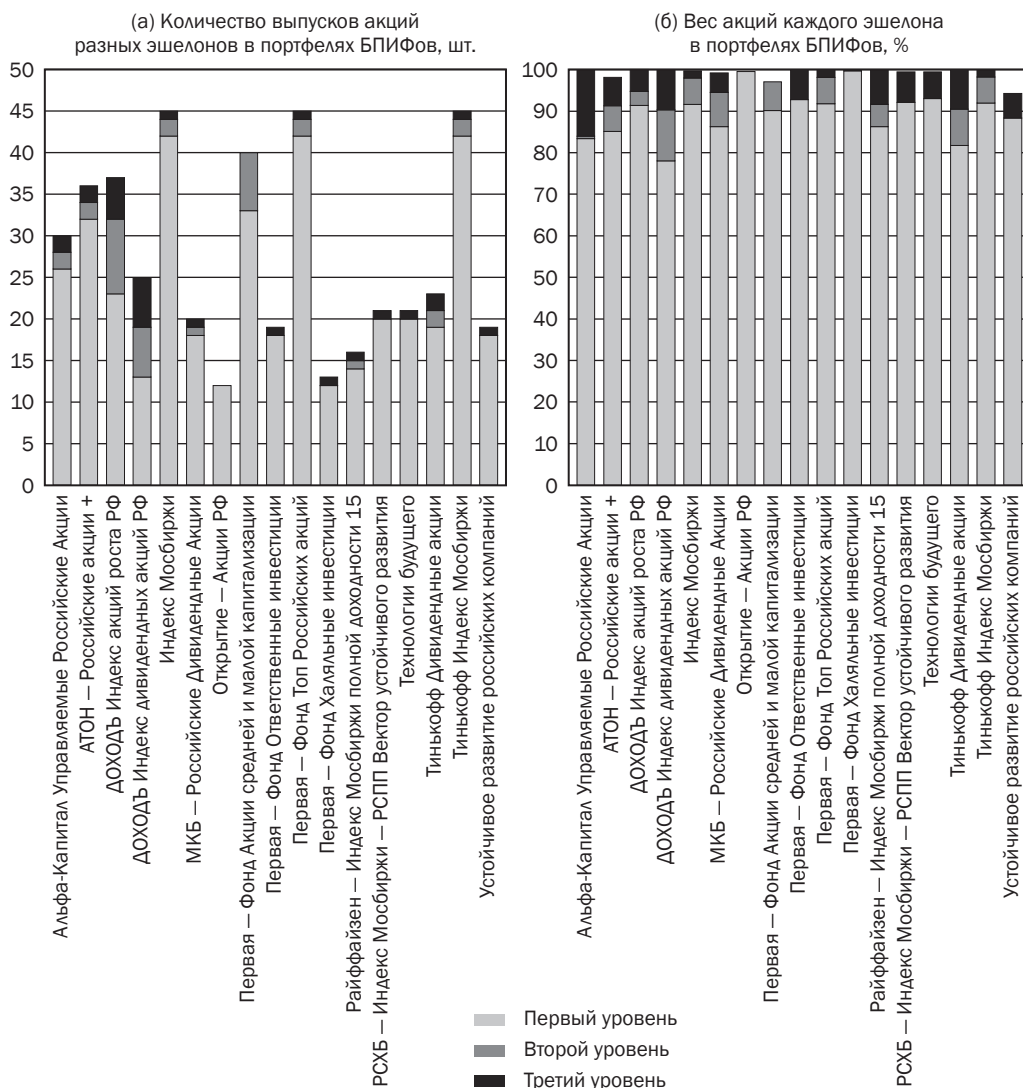
Собраны данные о 17 БПИФах акций (из 35), в портфелях которых содержится более 94% российских акций и акций иностранных компаний, ведущих деятельность в России. Среди рассматриваемых фондов есть три пассивных индексных фонда, которые следуют

за индексом Московской биржи: БПИФы управляющей компании (УК) ВИМ инвестиции «Индекс Мосбиржи», УК Первая «Топ российских акций» и УК Т-Капитал (ранее — Тинькофф Капитал) «Индекс Мосбиржи». Топ 18 акций в составе 17 фондов, в которые отобраны акции с общей стоимостью в портфелях более 850 млн руб., характеризуют 78,1% всего сводного портфеля БПИФов. Лидерами по инвестициям у БПИФов являются Лукойл (6990 млн руб.), Сбер (5573 млн руб.) и Газпром (4567 млн руб.), которые лидируют также и в НП.

В БПИФах со стратегиями, ориентированными на малые компании или на широкую диверсификацию с большим числом акций, доля акций второго и третьего уровней листинга в портфелях оставалась крайне низкой (рис. 7). Как и частные инвесторы, профессиональные управляющие предпочитают инвестиции преимущественно в акции крупных и ликвидных компаний.

Рисунок 7

Количество акций и их вес в портфелях БПИФов акций по уровням листинга, ноябрь 2023 г.



Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи и Investfunds.ru.

Для сопоставления подходов к отбору и корректировке портфеля ценных бумаг профессиональными управляющими БПИФов и частными инвесторами необходима оценка того, какие акции наиболее часто покупали фонды. Это можно рассчитать на основе динамики стоимости пакетов каждой акции в портфелях, а также стоимости самих акций. Для иллюстрации подхода за основу взяты портфели БПИФов в октябре и ноябре 2023 г.

Оценка чистого притока денежных средств в каждую акцию (прокси нетто-объема покупок) рассчитывается следующим образом (формула 2):

$$\begin{aligned} \text{Чистый приток в акцию}_{i,j} = & \text{Стоимость}_{i,j,t} - \\ & - \text{Стоимость}_{i,j,t-1} * \text{Прирост цены}_i, \end{aligned} \quad (2)$$

где $\text{Стоимость}_{i,j,t}$ — стоимость пакета акций i в составе портфеля БПИФа j в месяц t ,

$\text{Прирост цены}_i = \left[\frac{\text{Цена}_{i,t,2023}}{\text{Цена}_{i,t-1,2023}} \right]$ — прирост цен на акции i за месяц t .

Указанный показатель характеризует объем денежных средств, которые были вложены или, напротив, изъяты из той или иной акции каждым БПИФом. Причем аналогично подходу Московской биржи для расчета НП отрицательные нетто-объемы не учитываются.

Выбор БПИФов акций значительно отличается от выбора частных инвесторов. В первой десятке акций по чистому объему покупки отсутствуют такие голубые фишки, как Газпром и Сбер, присутствует вошедший в третий эшелон Магнит, а также отличается состав привилегированных акций. Доминируют акции МТС, TCG Group, Лукойла и OZON. Стоит подчеркнуть, что в структуре покупок БПИФов доминировал фонд «Альфа-Капитал Управляемые Российские Акции», остальные фонды пассивны и редко или незначительно пересматривают портфели.

Наши расчеты показывают осторожность БПИФов при вложении в акции компаний, которые проводили IPO на бирже в 2022–2023 гг. По данным на ноябрь 2023 г., в составе их портфелей присутствовали акции только Вуш Холдинга — это единственный участник всех проведенных IPO за 2022–2023 гг. Анализ чистых покупок БПИФов показывает, что фонды приобретают более разнообразные акции по сравнению с покупками частных инвесторов. Однако данное разнообразие обеспечивается ограниченным набором не самых крупных фондов, слабо меняя консервативный сводный портфель биржевых фондов акций в целом. В таких условиях инвестиционные портфели БПИФов не являются более привлекательными для частных инвесторов по сравнению с прямыми инвестициями в акции, преобладающими в НП. Более доходные и рискованные прямые инвестиции в акции второго и третьего эшелонов осуществляются ограниченным числом состоятельных квалифицированных инвесторов, которые могут позволить себе нести повышенные риски. Потенциал БПИФов в части более активного привлечения инвестиций в акции растущих и новых компаний средств более широкого круга инвесторов при более низких рисках за счет эффектов диверсификации портфеля в данном случае используется недостаточно.

СРАВНЕНИЕ С АЛЬТЕРНАТИВНЫМИ СТРАТЕГИЯМИ

С учетом того, что текущий состав НП и портфелей биржевых фондов не предоставляет инвесторам широких возможностей достижения более выгодного компромисса между риском и доходностью, предлагается рассмотреть иные подходы, которые могли бы исправить ситуацию. Одним из наиболее популярных подходов являются факторные стратегии — стратегии преимущественно пассивного инвестирования в диверсифицированные портфели акций, отбираемые на основании того или иного финансового мультипликатора или другого критерия (размера компании, показателей P/B, P/E, Div Yield, доходности прошлых периодов, ликвидности акций, структуры собственности компаний и др.).

Для примера рассмотрены факторные стратегии, которые рассчитаны с учетом дивидендов по основным группировкам для широкого круга акций⁸.

Если принять конец декабря 2019 г. за единицу, то накопленная стоимость инвестиций в НП составила 37% за 2020–2023 гг. (рис. 8). При этом доходность большинства факторных стратегий выше и превышает 50% за тот же промежуток, что достигается большим числом акций в портфеле и эффективностью инвестиций в те или иные факторы. Стоит отметить, что акции малых компаний показывают самый большой рост, однако и обладают самым большим риском и подвержены манипуляциям на рынке, что и наблюдалось на пике их роста в 2023 г.

Рисунок 8

Накопленный инвестиционный результат для факторных стратегий, индекса Московской биржи и индекса голубых фишек с учетом дивидендов, декабрь 2019 = 1, 2020–2023 гг.



Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи и базы данных «Факторы риска акций на российском рынке 2023»

Несмотря на то, что доходность НП несколько превышает доходность индекса Московской биржи с учетом дивидендов, он проигрывает более диверсифицированным стратегиям достаточно сильно.

Факторные стратегии, в отличие от НП, бенчмарков Московской биржи и портфелей БПИФов, совмещают в себе сразу несколько эффектов: фундаментальные премии за риск, высокую диверсификацию и возможность управлять портфелем с учетом стадии деловых циклов. Более подробно эти эффекты описаны в работе [Абрамов и др., 2019]. Сложность их применения обусловлена большой стоимостью первоначальных инвестиций для создания таких портфелей. Поэтому предлагается формирование новой линейки фондов, ориентированных на подобные стратегии. Это позволит через механизм коллективных инвестиций реализовать факторные стратегии с небольшими издержками, так как они преимущественно автоматизированы, с учетом сохранения ликвидности вложений

⁸ Свидетельство о государственной регистрации базы данных № 2023624760, Российская Федерация. «Факторы риска акций на российском рынке 2023»: № 2023623696; заявл. 01.11.2023; опублик. 19.12.2023 / А. Д. Радугин, А. Е. Абрамов, М. И. Чернова; заявитель — РАНХиГС.

(более детально это обосновано в диссертации М. Черновой [Чернова, 2023]). Таким образом, факторные стратегии могли бы стать альтернативой имеющимся инвестиционным инструментам, однако для их развития необходима популяризация этого направления на уровне, сопоставимом с популяризацией «народного портфеля».

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ эффективности «народного портфеля» приводит к выводам, во многом схожим с результатами эмпирических исследований торговой активности частных инвесторов у американских онлайн-брокеров. Аналогично выводам Уэлча [Welch, 2020] для портфеля клиентов брокера Robinhood, доходность НП Московской биржи с декабря 2019 г. по декабрь 2023 г. соответствовала популярным индексам Московской биржи как по курсовой, так и по полной доходности и даже немного превышала ее. Основу НП составлял небольшой круг наиболее часто упоминаемых акций, в котором доминировали акции всего трех эмитентов. Сам НП, как и индексы Московской биржи, с преобладанием в их структуре ограниченного круга акций крупных эмитентов, можно рассматривать как инструмент популяризации узкого круга акций для прямых вложений и сделок со стороны частных инвесторов.

Мы не располагаем данными о доходности и рисках индивидуальных портфелей акций частных инвесторов у брокеров, однако, следуя принципам моделирования доходности недостаточно диверсифицированных портфелей методом случайного отбора акций [Bessembinder, 2018; Bessembinder et al., 2019; Чернова, 2023], можно предполагать, что подавляющая доля указанных портфелей будет уступать рыночной доходности. На практике обычно это сопровождается наличием некоторого узкого круга инвесторов, которые будут получать значительную доходность из-за большей информированности или иных причин, уравновешивая проигрыши массовых портфелей. Даже в современных условиях, вероятно, остаются актуальными выводы Барбера и Одеана [Barber, Odean, 2000] о том, что активная торговля частных инвесторов разрушительно влияет на их благосостояние.

В этих условиях, несмотря на соответствующую рыночной доходности НП, можно рекомендовать российским частным инвесторам более осторожно относиться к прямым биржевым сделкам с акциями, отдавая предпочтение вложениям в БПИФы акций с широким диверсифицированным портфелем.

Значительными рисками преобладающих в НП акций крупнейших компаний может обернуться их зависимость от «замороженного» спроса со стороны иностранных инвесторов при ограниченном инвестиционном потенциале внутренних инвесторов. В таких условиях более интересными для инвесторов с точки зрения перспективной доходности могут становиться акции малых и средних компаний, не привлекавших ранее вложения иностранных инвесторов. Повышенная доходность акций указанных компаний сопряжена с более высокими рисками, однако ими можно управлять через инвестиционные фонды с диверсифицированными портфелями и низкими издержками.

Несмотря на то, что большинство рассмотренных БПИФов, за редким исключением, владеют теми же акциями, которые присутствуют в НП, их результаты могут быть лучше, чем у индивидуальных портфелей за счет эффектов диверсификации, масштабирования и более низких альтернативных издержек инвесторов.

Управляющим активами ПИФов можно рекомендовать более внимательно относиться к развитию новых для российского рынка портфельных стратегий, таких как факторные. Представленные нами расчеты показывают, что в силу эффекта более полной диверсификации и учета специфики поведения отдельных категорий акций на разных стадиях делового цикла доходность указанных стратегий существенно превышает доходность как НП, так и наиболее популярных фондовых индексов Московской биржи.

Более широкая диверсификация портфелей акций частных инвесторов и БПИФов может способствовать не только росту благосостояния граждан, но и ускорению трансформации российской экономики за счет финансирования компаний роста и новых эмитентов, приходящих на биржу.

Список источников

1. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Модели ценообразования акций российских компаний и их практическое применение // Вопросы экономики. 2019. № 3. С. 48–76. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76>.
2. Воронов Ю. М., Ерова Т. В., Рожкова А. С. Мудрость толпы: дискурсивные стратегии и нарративы // Интеллигенция и мир. 2018. № 4. С. 43–61.
3. Подгорный Б. Б. Спрос и предложение на российском фондовом рынке: Социально-экономический анализ // Современные Исследования Социальных Проблем. 2013. № 3 (23). С. 22. <http://dx.doi.org/10.12731/2218-7405-2013-3-23>.
4. Чернова М. И. Коллективные инвестиции и факторные стратегии как инструменты формирования индивидуальных портфелей инвесторов. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Москва, 2023.
5. Чиркова Е. В. Психологические теории группового поведения и их применимость для объяснения стадного поведения на финансовых рынках // Электронный журнал «Корпоративные финансы». 2010. № 1 (13). С. 74–83.
6. Barber B., Lin S., Odean T. Resolving a Paradox: Retail Trades Positively Predict Returns but Are Not Profitable // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2024. Vol. 59. Iss. 6. P. 2547–2581. <https://doi.org/10.1017/S0022109023000601>.
7. Barber B., Odean T. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors // The Journal of Finance. 2000. Vol. 55. Iss. 2. P. 773–806. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00226>.
8. Barber B. M., Huang X., Odean T., Schwarz C. Attention-Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users // Journal of Finance. 2022. Vol. 77. Iss. 6. P. 3141–3190. <https://doi.org/10.1111/jofi.13183>.
9. Bessembinder H. Do Stocks Outperform Treasury Bills? // Journal of Financial Economics. 2018. Vol. 129. Iss. 3. P. 440–457. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.004>.
10. Bessembinder H., Chen T.-F., Choi G., Wei K. C. Do Global Stocks Outperform US Treasury Bills? // SSRN. 2019. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3415739>.
11. Chaudhry S., Kulkarni C. Design Patterns of Investing Apps and Their Effects on Investing Behaviors. In: Proceedings of the 2021 ACM Designing Interactive Systems Conference. New York: Association for Computing Machinery, 2021. P. 777–788. <https://doi.org/10.1145/3461778.3462008>.
12. Cremers K. J. M., Petajisto A. How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance // The Review of Financial Studies. 2009. Vol. 22. Iss. 9. P. 3329–3365. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.891719>.
13. Eaton G. W., Green T. C., Roseman B., Wu Y. Retail Trader Sophistication and Stock Market Quality: Evidence from Brokerage Outages // Journal of Financial Economics. 2022. Vol. 146. P. 502–528. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3776874>.
14. Francis G. Vox populi // Nature. 1907. Vol. 75. P. 450–451. URL: <https://www.nature.com/articles/075450a0>.
15. Granovetter M. The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited // Sociological Theory. 1983. Vol. 1. P. 201–233. <https://doi.org/10.2307/202051>.
16. Grossman S., Stiglitz J. E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets // American Economic Review. 1980. Vol. 70. Iss. 3. P. 393–408.
17. Hafeez B., Kabir M. H., Wongchoti U. Are retail investors really passive? Shareholder activism in the digital age // Journal of Business Finance Accounting. 2022. Vol. 49. № 3–4. P. 423–460. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12583>.
18. Knorr-Cetina K. From Pipes to Scopes: The Flow Architecture of Financial Markets // Distinktion: Journal of Social Theory. 2003. Vol. 4. № 2. P. 7–23. <https://doi.org/10.1080/1600910X.2003.9672857>.
19. Pal A., Indapurkar K., Gupta K. P. Gamification of financial applications and financial behavior of young investors // Young Consumers. 2021. Vol. 22. № 3. P. 503–519. <https://doi.org/10.1108/YC-10-2020-1240>.
20. Surowiecki J. The Wisdom of Crowds. New York: Anchor Books, 2005. 306 p.
21. Wang S. Consumers Beware: How Are Your Favorite “Free” Investment Apps Regulated? // Duke Law Technology Review. 2021. Vol. 19. № 1. P. 43–58. URL: <https://scholarship.law.duke.edu/dltr/vol19/iss1/3>.
22. Welch I. Retail Raw: Wisdom of the Robinhood Crowd and the Covid Crisis // NBER Working Paper. 2020. № 27866.
23. Welch I. The Wisdom of the Robinhood Crowd // The Journal of Finance. 2022. Vol. 77. Iss. 3. P. 1489–1527. <https://doi.org/10.1111/jofi.13128>.

References

1. Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I. (2019). Pricing models of shares of Russian companies and their practical application. *Voprosy Ekonomiki*, 3, 48–76 (in Russ). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76>.
2. Voronov Y.M., Erova T.V., Rozkova A.S. (2018). Wisdom of the Crowd: Discursive Strategies and Narratives. *Intelligentsija i mir – Intelligentsia and the World*, 4, 43–61 (in Russ).
3. Podgornyi B.B. (2013). Supply and Demand in the Russian Stock Market: Socio-Economic Analysis. *Sovremennye Issledovanija Social'nyh Problem – Modern Studies of Social Issues*, 3 (23) (in Russ) <http://dx.doi.org/10.12731/2218-7405-2013-3-23>.
4. Chernova M.I. (2023). Collective investments and factor strategies as tools for individual portfolios of private investors. Diss. for the degree of Cand. Sci. (Econ.). Moscow (in Russ).
5. Chirkova E.V. (2010). Psychological Theories of Group Behavior and Their Applicability to Explaining Herd Behavior in Financial Markets. *Elektronnyj zhurnal «Korporativnye Finansy» – Electronic Journal «Corporate Finance»*, 1 (13), 74–83 (in Russ).
6. Barber B., Lin S., Odean T. (2024). Resolving a Paradox: Retail Trades Positively Predict Returns but Are Not Profitable. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 59 (6). <https://doi.org/10.1017/S0022109023000601>.
7. Barber B., Odean T. (2000). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, 55 (2), 773–806. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00226>.
8. Barber B.M., Huang X., Odean T., Schwarz C. (2022). Attention-Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users. *The Journal of Finance*, 77 (6), 3141–3190. <https://doi.org/10.1111/jofi.13183>.
9. Bessembinder H. (2018). Do Stocks Outperform Treasury Bills? *Journal of Financial Economics*, 129 (3), 440–457. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.004>.
10. Bessembinder H., Chen T.-F., Choi G., Wei K.C. (2019). Do Global Stocks Outperform US Treasury Bills? SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3415739>.
11. Chaudhry S., Kulkarni C. (2021). Design Patterns of Investing Apps and Their Effects on Investing Behaviors. In: Proceedings of the 2021 ACM Designing Interactive Systems Conference. New York: Association for Computing Machinery. P. 777–788. <https://doi.org/10.1145/3461778.3462008>.
12. Cremers K.J.M., Petajisto A. (2009). How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance. *The Review of Financial Studies*, 22 (9), 3329–3365. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.891719>.
13. Eaton G.W. et al. (2022). Retail Trader Sophistication and Stock Market Quality: Evidence from Brokerage Outages. *Journal of Financial Economics*, 146, 502–528. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3776874>.
14. Francis G. (1907). Vox populi. *Nature*, 75, 450–451. URL: <https://www.nature.com/articles/075450a0>.
15. Granovetter M. (1983). The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited. *Sociological Theory*, 1, 201–233. <https://doi.org/10.2307/202051>.
16. Grossman S., Stiglitz J.E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70 (3), 393–408.
17. Hafeez B., Kabir M.H., Wongchoti U. (2022). Are retail investors really passive? Shareholder activism in the digital age. *Journal of Business Finance Accounting*, 49 (3–4), 423–460. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12583>.
18. Knorr-Cetina K. (2003). From Pipes to Scopes: The Flow Architecture of Financial Markets. *Distinktion: Journal of Social Theory*, 4 (2), 7–23. <https://doi.org/10.1080/1600910X.2003.9672857>.
19. Pal A., Indapurkar K., Gupta K.P. (2021). Gamification of financial applications and financial behavior of young investors. *Young Consumers*, 22 (3), 503–519. <https://doi.org/10.1108/YC-10-2020-1240>.
20. Surowiecki J. *The Wisdom of Crowds*. New York: Anchor Books, 2005. 306 p.
21. Wang S. (2021). Consumers Beware: How Are Your Favorite “Free” Investment Apps Regulated? *Duke Law Technology Review*, 19 (1), 43–58. URL: <https://scholarship.law.duke.edu/dltr/vol19/iss1/3>.
22. Welch I. (2020). Retail Raw: Wisdom of the Robinhood Crowd and the Covid Crisis // NBER Working Paper. № 27866.
23. Welch I. (2022). The Wisdom of the Robinhood Crowd // *The Journal of Finance*. Vol. 77. Iss. 3. P. 1489–1527. <https://doi.org/10.1111/jofi.13128>.

Информация об авторах

Александр Евгеньевич Абрамов, кандидат экономических наук, заведующий научно-исследовательской лабораторией ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва

Мария Игоревна Чернова, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва

Андрей Геннадьевич Косырев, научный сотрудник ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва

Information about the authors

Alexander E. Abramov, Candidate of Economic Sciences, Head of Laboratory, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow

Maria I. Chernova, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow

Andrey G. Kosyrev, Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow

Статья поступила в редакцию 15.08.2024

Одобрена после рецензирования 30.11.2024

Принята к публикации 07.02.2025

The article submitted August 15, 2024

Approved after reviewing November 30, 2024

Accepted for publication February 7, 2025

Гарантийные инструменты в международном финансировании развития: факторы, динамика и перспективы применения

Владимир Игоревич Бартенев

E-mail: vbartenev@hse.ru, ORCID: 0000-0001-9804-0630

Национальный исследовательский университет

«Высшая школа экономики», г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Цель статьи — определить место гарантийных инструментов в усложняющейся системе международного финансирования развития и выявить ключевые факторы, предопределяющие динамику и перспективы их применения. Отмечено, что история использования данных инструментов насчитывает не одно десятилетие, но лишь в XXI в. они обрели подлинно существенное значение для процессов финансирования развития в качестве механизмов митигации рисков для частного капитала, в первую очередь политических. Проявлениями этого стали: рост числа упоминаний гарантийных инструментов в ключевых программных документах; трата значительных организационных и интеллектуальных усилий на модернизацию правил статистического учета и запротоколированное в базах ОЭСР увеличение объемов мобилизованных с их помощью средств. Вместе с тем доступные данные высвечивают недоиспользование возможностей, предоставляемых рассматриваемыми инструментами, а также крайнюю неравномерность в распределении поддержки между гарантами (как двусторонними, так и многосторонними), странами и секторами.

Большое влияние на дальнейшие перспективы применения гарантийных инструментов в целях развития может оказать корректировка правил их учета, а также сочетание разноплановых экономических и неэкономических факторов, таких как: 1) резкое отставание от графика достижения Целей устойчивого развития; 2) усугубление бюджетных ограничений в развитых странах, препятствующее наращиванию объемов классической помощи развитию; 3) обострение геополитического соперничества. Потенциальное увеличение масштабов гарантийной поддержки инвестиций в развитие можно только приветствовать. Однако если оно будет сопровождаться сокращением классических программ помощи, ориентированных на устранение структурных факторов возникновения коммерческих и некоммерческих рисков, а баланс в географии такой поддержки будет смещен в пользу менее уязвимых, но более стратегически значимых государств, позитивный эффект окажется меньше ожидаемого.

Ключевые слова: гарантии, страхование политических рисков, финансирование развития, официальная помощь развитию, статистический учет, международные финансовые институты, частный сектор

JEL: F21, F35, F52, F53

Финансирование: исследование выполнено за счет гранта Российского научного фонда № 23-28-01060, <https://rscf.ru/project/23-28-01060/>.

Для цитирования: Бартенеv В. И. Гарантийные инструменты в международном финансировании развития: факторы, динамика и перспективы применения // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 1. С. 27–44. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-27-44>.

© Бартенеv В. И., 2025

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-27-44>

Guarantee Instruments in International Development Finance: Factors, Dynamics and Prospects

Vladimir I. Bartenev

HSE University, Moscow, Russian Federation

vbartenev@hse.ru, <https://orcid.org/0000-0001-9804-0630>

Abstract

This paper examines the role of guarantee instruments in the modern system of international development finance and unveils the key factors affecting the dynamics and prospects of their use. The analysis shows that these instruments have existed for decades, but have gained prominence in the XXI century. Their recognition as indispensable tools for mitigating risks to private capital, particularly political risks, has been reflected in more mentions in milestone policy documents, organizational and intellectual efforts to revise statistical reporting rules and larger volumes of private finance mobilized. However, available OECD data show insufficient use of guarantees for development purposes, extreme disproportions in mobilized finance among providers (both bilateral and multilateral), beneficiary countries and sectors and a high portfolio heterogeneity. The prospects of the distribution of guarantees will be influenced by new statistical reporting principles and a number of powerful economic and non-economic factors, such as: 1) a lack of progress on the Sustainable Development Goals; 2) worsening budgetary constraints in developed countries, hindering the increase in official development assistance; 3) intensifying geopolitical rivalries. A possible increase in the provision of development guarantees can only be welcomed. However, if it is accompanied by a reduction in funding for traditional aid programs affecting the fundamental factors of commercial and non-commercial risks, as well as prioritization of less vulnerable but more strategically important countries, the positive effect will fall short of expectations.

Keywords: guarantees, political risk insurance, development finance, official development assistance, statistical reporting, international financial institutions, private sector

JEL: F21, F35, F52, F53

Funding: This research was financially supported by the Russian Science Foundation, project No. 23-28-01060, <https://rscf.ru/en/project/23-28-01060/>.

For citation: Bartenev V.I. (2025). Guarantee Instruments in International Development Finance: Factors, Dynamics, and Prospects. *Financial Journal*, 17 (1), 27–44 (in Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-27-44>.

© Bartenev V.I., 2025

ВВЕДЕНИЕ

Тема привлечения (мобилизации) частного капитала — посредством инструментов официального каталитического финансирования (*catalytic finance*) — в последние годы заняла центральное место в политических и экспертных дискуссиях по вопросам развития. Широкое освещение этой проблематики предполагается и на четвертой Международной конференции по финансированию развития, которая состоится летом 2025 г. в Севилье — спустя 10 лет после утверждения Целей устойчивого развития (ЦУР) в качестве новых долгосрочных ориентиров для всего мирового сообщества.

Одним из ключей к сокращению колоссального дефицита средств, требующихся для реализации воплощенной в ЦУР актуальной повестки дня в области развития, значительно более амбициозной, чем все предыдущие, видится деятельность отдельных государств и многосторонних институтов по митигации рисков для частного бизнеса (как из реального, так и из финансового сектора экономики) — то есть деятельность по снижению вероятности материализации таких рисков и сопутствующих потерь. Большое внимание при этом уделяется политическим рискам, которые неумолимо увеличиваются на фоне роста вооруженного насилия во многих регионах мира, фрагментации глобальной экономики, расширения масштабов применения ограничительных мер и т. д.

Среди всех финансовых инструментов мобилизации частного капитала (ИМЧК; в терминологии ОЭСР — *PSI, private sector instruments*) рельефнее всего митигационный эффект проявляется в гарантийных инструментах. В данной статье в термин «гарантирование» будет вкладываться тот же смысл, что и в методических указаниях ОЭСР, утвержденных профильным Комитетом содействия развитию (далее — КСР ОЭСР). Составители этих указаний понимают под гарантированием заключение соглашения о распределении рисков, в соответствии с которым гарант принимает формальные обязательства выплатить часть или полную стоимость кредита, акций или других финансовых инструментов в случае неуплаты долга заемщиком или снижения стоимости инвестиционного портфеля¹, и исходят из сходства гарантийных и страховых инструментов с точки зрения условности принимаемых обязательств (*contingent liabilities*). Также считается возможным применять термин «гарантии»² по отношению ко всем инструментам, которые подразумевают принятие такого рода обязательств и используются многосторонними финансовыми институтами (МФИ), а также национальными агентствами содействия развитию и институтами финансирования развития (ИФР) — независимо того, именуются они официально гарантийными или страховыми³. По отношению к этому комплексу инструментов в профессиональном дискурсе часто используется зонтичный термин «гарантии в целях развития» (*development guarantees*).

При этом гарантийная и страховая поддержка, которая предоставляется экспортно-кредитными агентствами (ЭКА), подобными Российскому агентству по страхованию экспортных кредитов и инвестиций (ЭКСПАР), в первую очередь в целях содействия экспорту, в международной статистике не учитывается в качестве инструмента финансирования развития — даже если инвестпроекты реализуются в беднейших странах. Эта особенность является для нас формальным основанием для того, чтобы в данном исследовании вынести за

¹ OECD — DAC Working Party on Development Finance Statistics. *Converged Statistical Reporting Directives for the Creditor Reporting System (CRS) and the Annual DAC Questionnaire. Chapters 1–6. 4 September 2024.* URL: [https://one.oecd.org/document/DCD/DAC\(2024\)40/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DCD/DAC(2024)40/FINAL/en/pdf).

² Annex 6: *Instructions for reporting on amounts mobilised from the private sector / Converged Statistical Reporting Directives for the Creditor Reporting System (CRS) and the Annual DAC Questionnaire. Annexes — modules A, B and C. 4 September 2024. P. 17.* URL: [https://one.oecd.org/document/DCD/DAC\(2024\)40/ADD1/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DCD/DAC(2024)40/ADD1/FINAL/en/pdf).

³ Страховку от политических рисков предоставляют, в частности, Многостороннее агентство гарантирования инвестиций (МИГА) и Американская корпорация финансирования международного развития (АКФМР), учрежденная в 2018 г. вместо Корпорации зарубежных частных инвестиций (КЗЧИ).

скобки инструменты, применяемые ЭКА, и ограничиться инструментами, применяемыми МФИ, а также страновыми ИФР и агентствами содействия развитию.

Категория «гарантии в целях развития» является зонтичной и охватывает несколько видов инструментов: гарантии на займы, гарантии на кредитный портфель, гарантии с правом выбора финансового института, готового предложить лучшие условия кредитования (*portable guarantees*), гарантии на облигации, на акции и на балансовые обязательства и т. д. Гарантии можно также дифференцировать по контрагентам (ими могут выступать либо финансовые институты, либо компании-инвесторы), по степени обеспеченности⁴ или, например, по типу покрываемых рисков. Одни инструменты покрывают только коммерческие риски, другие — только политические (риски потерь, связанных с невыполнением условий контракта, ограничениями валютных трансфертов, экспроприацией, войнами, беспорядками и т. п.), третьи — риски обеих категорий. Если речь идет именно о политических рисках, такие гарантии в функциональном плане как раз максимально близко соприкасаются с инструментами страхования политических рисков (СПР)⁵.

И гарантии, и СПР компенсируют инвесторам их возможные потери и обладают рядом преимуществ. С одной стороны, их предоставление производит «эффект ореола» (*halo effect*), снижая вероятность материализации ряда рисков, например экспроприации — правительство принимающей страны будет опасаться ухудшения отношений с гарантом (особенно заметен «эффект ореола» в случае с МФИ, членами которых являются и сами развивающиеся страны)⁶. С другой — позволяет инвестору занимать средства под более выгодный процент и осуществлять капиталовложения в более высокорисковые юрисдикции [Protopsaltis, 2019].

Тема применения гарантий в целях развития активно разрабатывается за рубежом преимущественно в практико-ориентированных исследованиях, выпускаемых под эгидой многосторонних институтов (ОЭСР [Winpenny, 2005; Gordon, 2008; Mirabile, Benn, Sangaré, 2013; Garbacz, Vilalta, Moller, 2021], Всемирного банка [Matsukawa, 2007] и др.), профильных аналитических центров [Humphrey, Prizzon, 2014; Bandura, Ramajunam, 2019; Chen, Liu, 2023; Climate Policy Initiative, 2024 и др.] и неправительственных организаций [Sial, Chandrasekhar, 2024 и др.]. Академические труды (напр., [Protopsaltis, 2019; Gamso, Dimitrova, 2023]) выходят в свет нечасто.

В России ситуация иная. Гарантийные инструменты крайне редко попадают в фокус исследований в области содействия международному развитию, которые преимущественно сконцентрированы на официальной помощи развитию (ОПР), а отдельные труды, посвященные «смешанному» и частному финансированию [Старикова, 2021; Зайцев, 2022], затрагивают их лишь по касательной. Российские экономисты изучают данные инструменты (например, [Гурова, 2016; Загашвили, 2018]), но не в контексте финансирования развития. Это указывает на явную исследовательскую нишу, помочь заполнить которую призвана в том числе и эта статья.

Цель исследования — определить место гарантийных инструментов в современной системе международного финансирования развития и выявить ключевые факторы, предопределяющие динамику и перспективы применения таких инструментов. При этом

⁴ В случае с обеспеченными гарантиями значимая часть гарантированной суммы размещается на счете эскроу, с необеспеченными — резервируется только сумма ожидаемых потерь от материализации рисков [Garbacz, Vilalta, Moller, 2021].

⁵ Среди ученых есть расхождения в вопросах разграничения инструментов гарантирования и СПР. Так, сотрудник ОЭСР К. Гордон в 2008 г. призвал считать гарантии «зонтичным» понятием, объединяющим все типы гарантирования и страхования международных инвестиций, а СПР — одной из их разновидностей [Gordon, 2008]. В свою очередь, по мнению В. Гарбаш и ее коллег из Департамента сотрудничества в целях развития ОЭСР, продукты СПР выполняют те же функции, что и гарантии от политических рисков, но могут содержать дополнительные условия страховых выплат [Garbacz, Vilalta, Moller, 2021].

⁶ Подробнее об «эффекте ореола» и сложностях его измерения см.: [Pereira dos Santos, 2019].

в центре нашего внимания находятся тенденции, действующие на макроуровне. Технические вопросы обслуживания соответствующих инструментов и реализации конкретных инвестиционных проектов или кредитных программ, стартовавших благодаря получению такого рода поддержки, в настоящей статье рассматриваться не будут — в том числе и по причине отсутствия в международной статистике данных достаточной степени полноты об условиях ее предоставления.

ЭВОЛЮЦИЯ ПОДХОДОВ К ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ И УЧЕТУ «ГАРАНТИЙ В ЦЕЛЯХ РАЗВИТИЯ»

История деятельности по митигации рисков для частного финансирования развития посредством гарантирования (и страхования) инвестиций и кредитов насчитывает уже не одно десятилетие.

Первыми такие инструменты стали использовать отдельные государства — в частности США, где страхование зарубежных частных инвестиций в развивающиеся страны от политических рисков началось еще в разгар «холодной войны» в 1950-е гг. и изначально позиционировалось как элемент политики содействия развитию. Примечательно, что в союзных США странах (Великобритании, ФРГ, Японии и др.) аналогичная деятельность не имела четко выраженного фокуса на финансировании развития (в противовес поддержке экспорта). Гарантийные программы нового типа, митигирующие риски для кредитных организаций и/или инвесторов из самих развивающихся стран, начали реализовываться на рубеже XX–XXI вв. (так, программы выдачи кредитных гарантий были запущены Агентством США по международному развитию и Шведским агентством международного развития в 1999 г.).

Что касается многосторонних институтов, то идея предоставления инвестиционных гарантий в целях развития высказывалась сотрудниками Международного банка реконструкции и развития (МБРР) еще в 1948 г., но воплощаться в жизнь начала лишь в 1980-е гг., когда с гарантиями стали экспериментировать в Международной финансовой корпорации (МФК), а в 1985 г. в составе Группы Всемирного банка (ГВБ) было решено создать новую специализированную структуру — Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций (МИГА). МБРР и Международная ассоциация развития (МАР) начали выдавать гарантии лишь в 1994 г. Формально же первым профильным МФИ стала Межарабская корпорация по гарантированию инвестиций, конвенция об учреждении которой была подписана еще в 1971 г. (вступила в силу в 1974 г.). Позднее появились Исламская корпорация по страхованию инвестиций и экспортных кредитов (1994 г.) и Африканское агентство содействия торговле и инвестициям (2000 г.). В 1990-е гг. гарантийные инструменты стали активно применяться и региональными банками развития — в частности Азиатским и Межамериканским банками развития.

Интерес к гарантированию инвестиций в развитии продолжил расти в XXI в. Так, например, в Монтеррейском консенсусе первой Международной конференции по финансированию развития 2002 г., обозначившей параметры финансового обеспечения достижения Целей развития тысячелетия, содержался призыв обеспечить привлечение рискованного капитала и другие механизмы кредитования, а также гарантирование от рисков⁷. За этим стояло осознание того, что объемов ОПР не хватит для покрытия возросших потребностей в развитии инфраструктуры, а международные инвесторы, операторы проектов и кредиторы стали менее лояльны к риску, чем в предыдущие 10 лет [Winpenney, 2005]. Тогда же «Группа восьми» на саммите в Эвиане в 2003 г. призвала Всемирный банк провести обзор многосторонних программ гарантирования.

⁷ *Monterrey Consensus of the International Conference on Financing for Development. 18–22 March, 2002. A/CONF.198/11. URL: <https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2014/09/MonterreyConsensus.pdf>.*

Важную роль в привлечении внимания к инвестиционным гарантиям как инструментам СМР сыграла и ОЭСР. При финансовой поддержке Франции, активно их применявшей, под эгидой Центра развития ОЭСР в 2005 г. было подготовлено крупное исследование, которое противопоставило страхование экспортных кредитов «гарантиям в целях развития» и положило начало практике отнесения к этой категории как гарантийных, так и страховых инструментов [Winrenny, 2005]. В нем были охарактеризованы основные типы гарантий, издержки для доноров и реципиентов, связанные с их применением, и потенциальное влияние на процесс развития. В 2007 г. по заказу Всемирного банка был опубликован обзор всей палитры двусторонних и многосторонних инструментов гарантирования, обозначены их особенности и актуальные тенденции использования [Matsukawa, 2007].

Внимание к ИМЧК (и гарантийным инструментам в частности) заметно возросло после кризиса 2008 г. (в условиях резкого сокращения прямых иностранных инвестиций в развивающиеся страны), а также на фоне подготовки новой глобальной повестки дня в области развития на период до 2030 года (ГПДР-2030) — гораздо более амбициозной, чем все предыдущие. Именно тогда — благодаря импульсу от Секретариата ОЭСР [Mirabile, Benn, Sangaré, 2013; Mirabile, Halvorson-Quevedo, 2014], подхваченному ведущими профильными аналитическими центрами, в частности британским Overseas Development Institute [Humphrey, Prizzon, 2014], — в дискурс прочно вошел термин «гарантии для развития» для обозначения «особой категории официальных гарантий, предоставляемых в целях поддержки реализации проектов, содействующих экономическому и социальному развитию развивающихся стран» [Mirabile, Halvorson-Quevedo, 2014, p. 1]. Он активно использовался в ходе подготовки к третьей Международной конференции по финансированию развития, которая должна была предварить утверждение ГПДР-2030. Принятая на ней Аддис-Абесская программа действий содержала обещание обеспечить доступ к информации об инвестиционных возможностях и страховании рисков и гарантий, например, по линии МИГА, по просьбе наименее развитых стран⁸. Это должно было способствовать мобилизации частного капитала и увеличению на порядок объемов финансирования развития.

Провозглашение девиза «от миллиардов к триллионам»⁹ обусловило изменение подходов к статистическому учету ИМЧК, в том числе и гарантий. Дело в том, что долгое время в статистике, аккумулируемой ОЭСР, гарантии учитывались только по факту выплат (которые производились в единичных случаях). Плюсом такого подхода была сопоставимость учета гарантий и прочих инструментов ОПР, но были и минусы. Во-первых, как отмечали специалисты лондонского Института зарубежного развития (Overseas Development Institute — ODI) К. Хамфри и А. Прицзон, «соответствие гарантий критериям ОПР наступало, по сути, в момент, когда инвестиционный проект терпит крах и его вклад в содействие развитию, вероятно, является наименьшим, а не в момент предоставления гарантии, когда она корректирует «провалы рынка» и содействует привлечению инвестиций» [Humphrey, Prizzon, 2014, p. 32]. Во-вторых, гарантии в целях развития не могли быть отслежены отдельно, поскольку по релевантным выплатам отчитывались как по операциям по списанию задолженности [Humphrey, Prizzon, 2014].

Процесс подготовки к пересмотру правил стартовал еще на этапе подготовки ГПДР-2030 под эгидой Рабочей группы КСР ОЭСР по статистическому учету финансирования развития (DAC Working Party on Development Finance Statistics — WP-STAT). В декабре 2012 г. на Саммите высокого уровня КСР ОЭСР было решено усовершенствовать

⁸ Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development (Endorsed by the General Assembly in its resolution 69/313 of 27 July 2015). URL: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/2051AAAA_Outcome.pdf.

⁹ From Billions to Trillions. Washington, D.C.: World Bank Group. URL: <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/602761467999349576/from-billions-to-trillions-mdb-contributions-to-financing-for-development>.

учет потоков финансирования развития помимо ОПР. С этой целью было проведено анкетирование представителей ИФР, агентств содействия развитию и министерств иностранных дел в 24 странах — членах КСР ОЭСР и 12 странах вне КСР ОЭСР, а также 17 МФИ. Опрос дал понимание масштабов применения инструмента и представлений ответственных лиц об оптимальных методиках учета [Mirabile, Benn, Sangaré, 2013]. По итогам решено было учитывать только объем средств, мобилизованных с помощью гарантий, предоставленных агентствами развития, ИФР и многосторонними институтами.

Четыре года спустя на Саммите высокого уровня КСР ОЭСР 2016 г. было решено рассчитывать вклад гарантий в развитие на основе грант-эквивалента, применяя дифференцированные ставки дисконтирования¹⁰. Конкретизировать эти решения удалось, однако, только через семь лет (табл. 1), в 2023 г., что говорит о глубине противоречий, сопутствовавших данному процессу.

Таблица 1

Утвержденные Комитетом содействия развитию ОЭСР в 2023 г. правила расчета ставок дисконтирования применительно к различным типам гарантий

Показатель	Тип гарантии	Наименее развитые страны и другие страны с низким уровнем дохода	Страны с доходом ниже среднего	Страны с доходом выше среднего
Базовый показатель, %	Все типы	1	1	1
Поправка на риск, %	Все типы	4	2	1
Премия, %	Гарантии на займы	1	0,5	0,1
	Гарантии на акции	4	3,5	3,1
	Гарантии на мезонинное финансирование	2,5	2	1,6
Ставка дисконтирования, %	Гарантии на займы	6	3,5	2,1
	Гарантии на акции	9	6,5	5,1
	Гарантии на мезонинное финансирование	7,5	5	3,6

Источник: составлено автором на основе документов КСР ОЭСР. OECD — DAC Working Party on Development Finance Statistics (WP-STAT). *Private sector instruments: treatment of credit guarantees*. 6 March 2023. URL: [https://one.oecd.org/document/DCD/DAC/STAT\(2022\)50/REV1/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DCD/DAC/STAT(2022)50/REV1/en/pdf); OECD — DAC WP-STAT. *Private sector instruments: clarifications on the treatment of guarantees other than credit guarantees, portfolio guarantees, loans to collective investment vehicles and non-grant instruments to public-private partnerships*. URL: [https://one.oecd.org/document/DCD/DAC/STAT\(2023\)13/REV2/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DCD/DAC/STAT(2023)13/REV2/en/pdf).

Итак, сегодня в статистике ОЭСР гарантии относятся к категории «условных обязательств» (*contingent liabilities*). Учитывается только объем мобилизованного с их помощью капитала¹¹. Но одновременно принято решение рассчитывать грант-элемент только тех гарантий, которые предоставляются странам — реципиентам ОПР с целью содействия экономическому и социальному развитию в качестве главной цели на срок более одного года и соответствуют критериям дополнительности (*additionality*) — обеспечивают мобилизацию дополнительных финансовых средств и вносят отдельный вклад в развитие страны-бенефициара¹².

¹⁰ OECD DAC High Level Meeting Communiqué. February 19, 2016. P. 8. URL: <https://web.archive.oecd.org/2016-02-19/388307-DAC-HLM-Communique-2016.pdf>.

¹¹ OECD — DAC Working Party on Development Finance Statistics. *Converged Statistical Reporting Directives for the Creditor Reporting System (CRS) and the Annual DAC Questionnaire. Chapters 1–6*. 27 April 2023. P. 112. URL: [https://one.oecd.org/document/DCD/DAC/STAT\(2023\)9/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DCD/DAC/STAT(2023)9/FINAL/en/pdf).

¹² OECD — DAC Working Party on Development Finance Statistics (WP-STAT). *Private sector instruments: treatment of credit guarantees*. 6 March 2023. P. 3. URL: [https://one.oecd.org/document/DCD/DAC/STAT\(2022\)50/REV1/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DCD/DAC/STAT(2022)50/REV1/en/pdf).

Отчетность отныне станет гораздо более детализированной: шаблон анкеты, которую станут заполнять доноры, содержит 53 позиции. Среди прочего в ней будут отражаться: страна или организация-гарант; учреждение, выдавшее гарантию; адресат, сектор; объем гарантированных средств; дата выдачи; дата начала уменьшения экспозиции к риску; дата погашения обязательств; комиссия, график ее оплаты и число выплат в год.

Хотя к гарантиям будет применяться принцип грант-эквивалента, выплаты по гарантиям по-прежнему станут учитываться в качестве прочих официальных потоков (не соответствующих критериям ОПР по причине либо отсутствия преимущественной ориентированности на развитие, либо недостаточного уровня льготности)¹³. Это создает противоречие, которое игнорируется должностными лицами (в частности, председателем КСР ОЭСР К. Стауром и председателем WP-STAT К. Хеггедалом¹⁴) и всячески подчеркивается экспертами (в частности, С. Скоттом и Х. Риглером [Scott, Riegler, 2023] или аналитиком Европейской сети исследований долга и развития Н. Кравиотто¹⁵).

Несмотря на всю критику и предостережения экспертов, новые правила учета гарантий были утверждены КСР в октябре 2023 г. К очередному заседанию WP-STAT в феврале 2024 г. была предложена новая классификация гарантий¹⁶ (в ее основу были положены результаты консультаций с представителями Канады, Франции и Швеции — стран, активно применяющих этот инструмент, и документ, разработанный Францией). В ней — помимо гарантий на индивидуальные и портфельные займы, вложения в акционерный капитал, мезонинное финансирование — фигурируют также гарантирование по системе первого риска (*first-loss guarantee*) и прочие гарантии.

Страны — члены КСР ОЭСР договорились, что с 2024 г. они начнут предоставлять данные по гарантиям на займы за 2023 г. по новой методике, а для тех, кто пока не сможет этого сделать, вводится переходный период на год, в течение которого будут действовать старые правила. По другим типам гарантий дедлайн еще не установлен.

Пока все эти нововведения будут иметь значение только для стран — членов КСР ОЭСР. Другие государства за пределами «клуба доноров» соответствующих данных не предоставляли и ранее, не говоря уже о странах БРИКС.

Важно и другое: даже существенно более детализированные данные не дадут всеобъемлющего представления об объемах и структуре гарантийной поддержки проектов, которые могут иметь существенное значение для обеспечения устойчивого развития. Из-за особенностей критериев учета, рекомендованных КСР ОЭСР, в отчетность, например, не попадут данные об инвестиционных гарантиях (и страховании зарубежных инвестиций от политических рисков), которые предоставляются ЭКА с целью поддержки экспорта многими странами мира, но при этом вносят вклад в достижение ЦУР и объемы покрытия которых в ряде случаев исчисляются миллиардами долларов (так, объем портфеля инвестиционных гарантий, предоставляемых ЭКА Китая, Германии и Японии, превосходит объем портфеля МИГА).

Что касается «гарантий в целях развития», для которых отныне разрешено рассчитывать грант-эквивалент и отражать его в отчетности по ОПР, то долговременные тренды по детализированным данным исследователи смогут выявить ближе к концу реализации ГПДР-2030. Если же поставить задачу оценить динамику последних лет, следует воспользоваться имеющимися «косвенными», агрегированными данными.

¹³ OECD — DAC Working Party on Development Finance Statistics (WP-STAT). *Private sector instruments: treatment of credit guarantees*. 6 March 2023.

¹⁴ Heggedal K., Staur C. *Unlocking more private sector investments // Development Today*. 08.12.2023. URL: <https://www.development-today.com/archive/2023/dt-9-10-2023/unlocking-more-private-sector-investments>.

¹⁵ Craviotto N. *New Rules for Loans and Credit Guarantees to the Private Sector Raise Questions About the OECD — DAC's Motives As Aid Providers*. Eurodad. 4.04.2023. URL: https://www.eurodad.org/new_psi_rules_oda_oecd_dac.

¹⁶ OECD — DAC WP-STAT. *Refined classification of reimbursable grants and guarantees*. 26.02.2024. URL: [https://one.oecd.org/document/DAC/DAC/STAT\(2024\)10/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAC/DAC/STAT(2024)10/en/pdf).

АНАЛИЗ ДОСТУПНЫХ СТАТИСТИЧЕСКИХ ДАННЫХ

Анализ доступных данных ОЭСР позволяет сделать интересные наблюдения о вкладе гарантий в мобилизацию частного капитала за последние 10 лет, а также о параметрах применения гарантий различными участниками международной системы финансирования развития.

В 2012–2022 гг. посредством гарантий удалось привлечь 126,4 млрд долл. США — это 30% от капитала, мобилизованного посредством официального финансирования развития (табл. 2).

Таблица 2

Объемы частного капитала, мобилизованного в целях развития в 2012–2022 гг. странами — членами КСР ОЭСР и многосторонними организациями посредством всех инструментов и отдельно гарантий

Провайдер финансирования	Объемы мобилизованного частного капитала (млн долл. США)		Доля частного капитала, мобилизованного посредством гарантий (%)	Доля провайдера финансирования в объеме мобилизованного частного капитала (%)	
	Все инструменты	Гарантии		Все инструменты	Гарантии
Все доноры	415 721	126 366	30,4	100,0	100,0
Страны — члены КСР ОЭСР	115 326	45 711	39,6	27,7	36,2
Многосторонние организации, в т. ч.	300 395	80 655	26,8	72,3	63,8
Институты ЕС	52 502	1159	2,2	12,6	0,9
Региональные банки развития	107 842	11 978	11,1	25,9	9,5
Институты системы ООН	598	1	0,2	0,1	0,0
Группа Всемирного банка	140 873	62 177	44,1	33,9	49,2
Другие многосторонние организации	20 605	7004	34,0	5,0	5,5

Источник: рассчитано автором по данным ОЭСР: OECD Data Explorer. Mobilised private finance for sustainable development. URL: <https://data-explorer.oecd.org/>.

Почти две трети (64%) средств пришлось на гарантии многосторонних организаций и 36% — на гарантии отдельных стран. Эта пропорция несколько отличается от той, которая характеризует применение всех ИМЧК в целом (72% против 28%), и, вероятно, обусловлена тем, что крупнейший участник глобальной системы финансирования развития — США (12,6% от всего мобилизованного частного капитала за этот период) — в течение долгого времени концентрировался именно на гарантиях.

В сфере предоставления гарантий в целях развития наблюдается преобладание нескольких акторов. На США, Францию и Швецию пришлось 96,5% средств (что выше, чем в целом по всем ИМЧК (74,7%)), из них на США — 81,6%, при этом на топ-3 многосторонних гарантов, входящих в Группу Всемирного банка (МИГА, МБРР и МФК), — 71,7% (в сравнении с 59,3% по всем ИМЧК), из них на МИГА — 45,8%¹⁷.

Анализ географии гарантирования показывает, что данный инструмент эффективнее применялся для привлечения капиталовложений в более богатые страны. На топ-10 стран-бенефициаров приходится чуть более трети мобилизованных средств, причем состав топ-10 по странам — членам КСР ОЭСР и многосторонним организациям совпадает почти наполовину (табл. 3).

¹⁷ OECD Data Explorer. Mobilised private finance for sustainable development. URL: <https://data-explorer.oecd.org/>.

**Топ-10 страновых направлений потоков частного капитала,
мобилизованного в 2012–2022 гг. благодаря гарантиям
в целях развития от стран – членов КСР ОЭСР и многосторонних организаций**

Страны – члены КСР ОЭСР				Многосторонние организации			
№ п/п	Страна-бенефициар	Объем мобилизованного частного капитала (млн долл. США)	Доля в общем объеме (%)	№ п/п	Страна-бенефициар	Объем мобилизованного частного капитала (млн долл. США)	Доля в общем объеме (%)
1	Индия	2814	6,2	1	Аргентина	6196	7,7
2	ЮАР	1733	3,8	2	Турция	4887	6,1
3	Колумбия	1707	3,7	3	Украина	3887	4,8
4	Мозамбик	1704	3,7	4	Сербия	3449	4,3
5	Турция	1663	3,6	5	Вьетнам	2542	3,2
6	Пакистан	1375	3,0	6	Пакистан	2477	3,1
7	Египет	1261	2,8	7	Колумбия	2442	3,0
8	Эквадор	1195	2,6	8	Гана	2265	2,8
9	Украина	1161	2,5	9	Кот-д'Ивуар	2018	2,5
10	Гана	1145	2,5	10	ЮАР	1999	2,5
	Всего по топ-10	15 758	34,5		Всего по топ-10	32 164	39,9
	Всего	45 711	100,0		Всего	80 655	100,0

Источник: рассчитано автором по данным ОЭСР: OECD Data Explorer. Mobilised private finance for sustainable development. URL: <https://data-explorer.oecd.org/>.

Отсутствие фокуса на более бедных и уязвимых странах прослеживается и применительно к МИГА. По данным Независимой группы оценки Всемирного банка, за период с 2010 по 2021 г. на эту категорию наиболее уязвимых государств пришлось только 9% от общего объема новых гарантийных обязательств и 17% от общего числа поддержанных с помощью гарантий МИГА проектов, а среднегодовой объем покрытия составил микроскопическую (в мировом масштабе) сумму в 317 млн долл. США¹⁸. Одна из возможных причин – диспропорциональное предоставление гарантий странам, чья политика соответствует интересам США как крупнейшего акционера Всемирного банка [Gamso, Dimitrova, 2023].

Секторальное распределение частного капитала, мобилизованного посредством гарантий в целях развития национальными ИФР отдельных стран и многосторонними организациями в 2012–2022 гг., также было в целом схоже: наибольший объем средств поступал в секторы «банковские и финансовые услуги», «энергетика» и «промышленность, добыча полезных ископаемых и строительство» (табл. 4). При этом многосторонние институты были более успешны в привлечении капитала в секторы «транспорт и хранение» и «связь», что указывает на большую их ориентированность на обеспечение экономической связанности. В то же время заметно отличается секторальное распределение средств, мобилизованных посредством гарантий агентствами отдельных стран. Пожалуй, ярче всего различия можно проиллюстрировать на примере сектора «энергетика», в который Швеции, к примеру, удалось привлечь 41,4% от общего объема частного капитала, США – вдвое меньше (19,4%), а Франции – всего лишь 0,2%¹⁹.

¹⁸ The International Finance Corporation's and Multilateral Investment Guarantee Agency's Support for Private Investment in Fragile and Conflict-Affected Situations, Fiscal Years 2010–21. Independent Evaluation Group. Washington, DC: World Bank, 2022. URL: https://ieg.worldbankgroup.org/sites/default/files/Data/Evaluation/files/IFC_MIGA_FCS.pdf.

¹⁹ Там же.

Таблица 4

Топ-5 секторальных направлений потоков частного капитала, мобилизованного в 2012–2022 гг. благодаря гарантиям в целях развития от стран — членов КСР ОЭСР и многосторонних организаций (%)

Страны — члены КСР ОЭСР		Многосторонние организации	
Сектор	Доля в общем объеме (%)	Сектор	Доля в общем объеме (%)
Банковские и финансовые услуги	48,8	Банковские и финансовые услуги	37,4
Энергетика	18,4	Энергетика	28,3
Промышленность, добыча полезных ископаемых, строительство	14,0	Промышленность, добыча полезных ископаемых, строительство	12
Здравоохранение	3,6	Транспорт и хранение	5,5
Сельское хозяйство, лесное хозяйство, рыболовство	2,9	Связь	2,7

Источник: рассчитано автором по данным ОЭСР: OECD Data Explorer. Mobilised private finance for sustainable development. URL: <https://data-explorer.oecd.org/>.

Очевидно и то, что анализ сводных показателей «в статике» имеет ограниченную ценность и должен дополняться анализом трендов.

Цифры по объемам мобилизации частного капитала посредством гарантий в целях развития выглядят обескураживающе: с 2012 по 2022 г. они выросли почти вдвое (с 8 млрд до 15,8 млрд долл. США), тогда как в 2009–2011 гг. удвоение произошло всего за три года [Mirabile, Benn, Sangaré, 2013]. При этом рост был достигнут только за счет многосторонних гарантий, однако на них по-прежнему приходится весьма незначительная доля от общего объема финансовых обязательств МФИ (так, например, в случае с Группой Всемирного банка этот показатель составил лишь 0,7%)²⁰. Объем же средств, мобилизованных странами — членами КСР ОЭСР, напротив, сократился (с 4,47 до 4,14 млрд долл. США). Более того, доля капитала, мобилизованного в целях развития именно с помощью гарантий, уменьшилась вдвое — с 52 до 26% (и с 72 до 29% по странам — членам КСР ОЭСР)²¹.

Приведенные числовые показатели объясняются разнонаправленной динамикой применения гарантий национальными ИФР и МФИ. Если количество многосторонних гарантов растет (10 лет назад их было семь, теперь — 12) — главным образом за счет вертикальных фондов (теперь в роли гарантов выступают в том числе Климатический инвестиционный фонд, Глобальный экологический фонд, Зеленый климатический фонд и т. п.), — то число двусторонних провайдеров уменьшается. В 2020-е гг. о факте мобилизации средств посредством гарантий отчитались только семь доноров (Германия, Дания, Канада, Португалия, США, Франция и Швеция), причем лишь последние три страны привлекли действительно значимые объемы капитала.

Заметный рост средств, мобилизуемых с помощью гарантий в целях развития, наблюдается во Франции и Швеции (см. [Sial, Chandrasekhar, 2024]), а в США среднегодовые показатели за 2020–2022 гг. пока отстают от показателей 2010-х гг.

На уровне же многосторонних организаций обращает на себя внимание кратное увеличение средств, мобилизуемых МФК, которая по этому показателю вплотную приблизилась к неоспоримому лидеру — МИГА (в 2022 г. МФК мобилизовала 3,86 млрд долл. США, а МИГА — 4,44 млрд долл., что составило соответственно 33 и 38% от общего объема

²⁰ G20 Independent Experts Group. Strengthening Multilateral Development Banks: The Triple Agenda. Vol. 1. P. 44. URL: https://www.cgdev.org/sites/default/files/The_Triple_Agenda_G20-IEG_Report_Volume1_2023.pdf.

²¹ OECD Data Explorer. Mobilised private finance for sustainable development. URL: <https://data-explorer.oecd.org/>.

частного капитала, мобилизованного многосторонними организациями)²². Среди тенденций последнего времени стоит отметить также существенный рост гарантийного портфеля Африканского банка развития: в 2020–2022 гг. на гарантии пришелся почти весь объем предоставленного им каталитического финансирования²³.

Число стран — бенефициаров гарантий для развития сократилось: если в 2012 г. их было 62, то в 2022 г. — лишь 43²⁴.

Наблюдения, сделанные на основе OECD.Stat, подтверждаются и результатами опроса о практике мобилизации частного капитала, проведенного в 2022 г. ОЭСР, в котором приняли участие 22 национальных института финансирования развития и 17 многосторонних институтов²⁵.

Применительно к гарантиям опрос выявил следующие важные моменты:

- 1) гарантийные инструменты — наиболее часто применяемый инструмент мобилизации частного капитала в целях развития, но респонденты признают факт их недоиспользования;
- 2) масштабы недоиспользования гарантий гораздо больше в случае с национальными ИФР, предпочитающими гарантиям, в частности, синдицированные кредиты;
- 3) респонденты отдельно отметили эффективность гарантий как инструментов митигации рисков для частных инвесторов на новых рынках;
- 4) представители национальных ИФР и многосторонних институтов видят потенциал для более активного применения гарантий (табл. 5).

Таблица 5

Текущие масштабы и планы применения различных инструментов мобилизации частного капитала (по числу респондентов)

Вид инструмента	Временной период	Варианты ответа на вопрос о масштабах применения			
		«В большой степени»	«В некоторой степени»	«В малой степени»	«Не применяются»
Проектное финансирование	Настоящее	14	7	2	9
	Будущее	15	6	2	9
Гарантии	Настоящее	16	2	7	7
	Будущее	14	7	6	6
Прямые вложения в капитал	Настоящее	10	12	6	5
	Будущее	13	6	7	7
Синдицированные кредиты	Настоящее	10	6	1	15
	Будущее	12	3	8	9

Источник: составлено автором по данным опроса ОЭСР 2022 г. *Private finance mobilised by official development finance interventions*, Development Co-operation Directorate. Paris: OECD Publishing, 2023. P. 36. URL: <https://www.oecd.org/dac/2023-private-finance-odfi.pdf>.

Удастся ли международным провайдерам добиться увеличения гарантийных портфелей, покажет время. Одно можно сказать точно: утверждение новых правил статистического учета должно существенно облегчить решение данной задачи. Но, помимо этого, есть и целый ряд других факторов, которые должны способствовать масштабированию гарантийной поддержки в целях развития.

²² OECD Data Explorer. *Mobilised private finance for sustainable development*.

²³ OECD. *Multilateral Development Finance 2024*. Paris: OECD Publishing, 2024. P. 94. <https://doi.org/10.1787/8f1e2b9b-en>.

²⁴ Там же.

²⁵ OECD. *Private finance mobilised by official development finance interventions*, Development Co-operation Directorate. Paris: OECD Publishing, 2023. <https://doi.org/10.1787/c5fb4a6c-en>.

ОТ НОВЫХ ИМПЕРАТИВОВ К НОВЫМ ИНИЦИАТИВАМ

Дальнейшие перспективы гарантийных инструментов как элемента системы международного финансирования развития будут, с нашей точки зрения, предопределяться взаимодействием целого комплекса факторов — как экономических, так и неэкономических.

Во-первых, отставание от графика достижения ЦУР становится все более настораживающим, равно как и несоответствие между масштабом потребностей (в том числе связанных с преодолением цифрового разрыва, борьбой с изменением климата, сокращением биоразнообразия и решением других экологических проблем) и реально выделяемыми средствами. По состоянию на 2024 г., из всех измеряемых задач ГПДР-2030 только по 17% наблюдается достаточный прогресс²⁶, а дефицит средств оценивается в диапазоне от 2,5 трлн до 4 трлн долл. США ежегодно²⁷. Как следствие, на четвертой Международной конференции по финансированию развития, запланированной к проведению летом 2025 г. в Севилье, вопросы мобилизации частного капитала и, соответственно, более широкого задействования инструментов митигации рисков для капиталовложений частных инвесторов будут обсуждаться еще интенсивнее, чем за 10 лет до этого в Аддис-Абебе.

Во-вторых, для многих государств приоритизация гарантийных инструментов служит и будет продолжать служить удобным способом переложить растущее бремя финансирования ЦУР на частный сектор: гарантирование не требует немедленного трансфера средств и хорошо подходит для оптимизации бюджетов на цели развития [Garbacz, Vilalta, Moller, 2021; Sial, Chandrasekhar, 2024]. К такой оптимизации предрасполагает ужесточение бюджетных ограничений во многих странах мира — оно накладывается на необходимость наращивания заимствований не только на гражданские, но и на военные нужды в условиях ухудшения геополитической обстановки. В числе его зримых последствий применительно к рассматриваемой сфере — стагнация программируемой страновой помощи²⁸, а также сокращение или стагнация объемов взносов государств в многосторонние банки развития, что вынуждает эти банки применять все более экспериментальные модели финансирования программ и проектов²⁹.

В-третьих, имеет место обострение конкуренции в сфере финансирования развития между западными и незападными донорами. Хотя в реализации своего флагманского проекта «Пояс и путь» Китай столкнулся с определенными сложностями [Parks et al., 2023], в условиях общего ухудшения отношений с Западом применение КНР любых инструментов внешнеэкономической политики воспринимаются в США [Бартенев, 2024] и союзных им странах Евроатлантического и Индо-Тихоокеанского регионов все более алармистски. Это касается в том числе и практики предоставления КНР гарантий через учрежденную в 2001 г. корпорацию Sinosure, которое, по оценке специалистов Института зарубежного развития, в последние годы «стало пусть и менее заметным, но важным компонентом глобальной экономической и финансовой государственной политики Китая и эволюции Инициативы “Пояс и путь”» [Chen, Liu, 2023, p. 1].

²⁶ United Nations. *The Sustainable Goals Development Report 2024*. P. 4. URL: <https://unstats.un.org/sdgs/report/2024/The-Sustainable-Development-Goals-Report-2024.pdf>.

²⁷ United Nations, *Inter-agency Task Force on Financing for Development, Financing for Sustainable Development Report 2024: Financing for Development at a Crossroads*. URL: <https://financing.desa.un.org/iatf/report/financing-sustainable-development-report-2024>.

²⁸ Понятие «страновая программируемая помощь» (*country programmable aid — CPA*) обозначает потоки ОПР, «привязанные» к определенной стране. Рассчитывается путем вычитания из ОПР экстренной помощи и списания долгов, расходов внутри границ государства-донора, продовольственных поставок и поставок от региональных властей, а также финансирования бюджетов некоммерческих организаций.

²⁹ *Multilateral Development Finance 2024*. Paris: OECD Publishing, 2024. <https://doi.org/10.1787/8f1e2b9b-en>.

Все вышеперечисленные факторы обуславливают увеличение объемов гарантирования — причем как на двусторонней, так и на многосторонней основе, и этот курс находит широкую поддержку в профильном экспертном сообществе. Так, в рамках индийского председательства в G20 Группа независимых экспертов летом 2023 г. подготовила доклад «Укрепление многосторонних банков развития», в котором, в частности, было рекомендовано расширить объемы применения гарантий для митигации рисков и мобилизации частного капитала³⁰, учитывать на балансе гаранта не весь объем обязательств, а только объем ожидаемых потерь. В свою очередь, Группа независимых экспертов высокого уровня по климатическому финансированию также призвала к «упрощению доступа к инструментам де-рискинга, ориентированным на частный сектор, через разработку понятных и легко активизируемых инструментов митигации рисков и гарантий»³¹ и усилению роли МИГА в предоставлении гарантий в партнерстве с другими многосторонними банками развития.

Именно вокруг Группы Всемирного банка разворачиваются сегодня, пожалуй, наиболее интересные процессы. Нынешнее руководство Всемирного банка во главе с Аджаям Банга (бывшим генеральным директором Mastercard) считает одним из насущных приоритетов вверенной ему организации как раз мобилизацию ресурсов частного сектора. В июле 2023 г. он сформировал группу из исполнительных директоров крупных компаний, чтобы узнать их мнение о том, как именно ГВБ может способствовать снижению инвестиционных барьеров. В ноябре 2023 г. данная группа предложила объединить все гарантийные инструменты, предоставляемые ГВБ (их насчитывается около 20) под одним «зонтиком», что должно позволить в числе прочего утроить объемы выдачи гарантий и довести их до 20 млрд долл. в год к 2030 г. (сейчас 6,8 млрд долл. США)³². К настоящему моменту это предложение уже было реализовано в виде запуска общей онлайн-платформы на главной странице сайта МИГА³³. Существенно большее внимание стало уделяться и вопросам наращивания объемов гарантийной поддержки проектов в «уязвимых и затронутых вооруженными конфликтами странах» (*fragile and conflict affected states — FCAS*), которые в 2021–2023 фин. г. остались ниже ориентира в 30–33%, обозначенного руководством МИГА в 2020 г.³⁴

Также в повестке дня межправительственных переговоров по вопросам 21-го пополнения капитала МАР находится реформирование Окна для частного сектора (*Private Sector Window — PSW*). Учрежденное в 2016 г. в рамках 18-го пополнения, это «окно» нацелено на масштабирование частных инвестиций в страны с низким уровнем дохода с помощью четырех финансовых механизмов, включая обеспечение дополнительного покрытия для инвестиционных гарантий МИГА (*MIGA Guarantee Facility*) через принятие на себя риска первого убытка, что «особенно ценно с точки зрения покрытия политических рисков при осуществлении крупномасштабных, системно значимых транзакций и реализации программного или межотраслевого подхода»³⁵. Сегодня планируется не только существенно

³⁰ G20 Independent Experts Group. *Strengthening Multilateral Development Banks: The Triple Agenda*. Vol. 1. URL: https://www.cgdev.org/sites/default/files/The_Triple_Agenda_G20-IEG_Report_Volume1_2023.pdf.

³¹ Independent High-Level Expert Group on Climate Finance. *A climate finance framework: decisive action to deliver on the Paris Agreement*. Second Report. Summary. November 2023. P. 15. URL: <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2023/11/A-Climate-Finance-Framework-IHLEG-Report-2-SUMMARY.pdf>.

³² World Bank Group Prepares Major Overhaul to Guarantee Business. 28.02.2024. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2024/02/27/world-bank-group-prepares-major-overhaul-to-guarantee-business>.

³³ World Bank Group Guarantee Platform. URL: <https://www.miga.org/WBGGuarantees/about-us>.

³⁴ Multilateral Investment Guarantee Agency. *Strategy and Business Outlook: FY21-23 Deepening Impact*. URL: <https://www.miga.org/sites/default/files/2020-07/MIGA%20FY21-23%20Strategy%20%26%20Business%20Outlook.pdf>.

³⁵ International Development Association — Private Sector Window — MIGA Guarantee Facility. URL: <https://ida.worldbank.org/en/financing/ida-private-sector-window/miga-guarantee-facility-mgf>.

обновить данный механизм, но и увеличить объем обязательств, которые могут быть приняты институтами ГВБ с его применением.

Планы наращивания гарантийных обязательств заявлены и региональными банками развития. Так, в стратегии Группы Африканского банка развития на 2024–2033 гг. также обозначены планы масштабировать использование гарантий, в том числе для мобилизации финансирования от глобальных и региональных институциональных инвесторов. На гарантиях от политических рисков в этом документе сделан особый акцент³⁶.

Объемы гарантийной поддержки по линии Европейского инвестиционного банка также возрастут. Это предопределяется планами, которые имеются применительно к Европейскому фонду устойчивого развития плюс (European Fund for Sustainable Development Plus — EFSD+) как одному из инструментов финансирования программы «Глобальные ворота» (с объемом покрытия до 40 млрд евро и глобальным охватом), с помощью которого предполагается мобилизовать до 135 млрд евро для достижения ЦУР³⁷.

Увеличение объемов предоставления гарантий (включая СПР) ожидается и по линии ИФР отдельных государств. Так, в ближайшее время законодательно разрешенный объем обязательств Американской корпорации финансирования международного развития (АКФМР), ответственной за применение ИМЧК, в частности СПР, после 2025 фин. г. будет удвоен с 60 млрд до 120 млрд долл. США. При этом озвучиваемые руководством АКФМР планы увеличения объемов предоставления СПР³⁸ соседствуют со стремлением республиканской части американского истеблишмента более четко подчинить деятельность Корпорации решению политико-стратегических задач — в ущерб интересам устойчивого развития [Бартенев, 2024]. Отчасти схожие тенденции наблюдаются сегодня и в ряде стран ЕС. Отдельно следует отметить планы стран Запада активнее использовать СПР и для привлечения частных капиталовложений в Украину. В этой связи можно упомянуть и учреждение АКФМР и МИГА совместной Консультативной группы по страхованию политических рисков для Украины³⁹. Хотя вероятность быстрого воплощения этих планов в текущих условиях крайне мала, сам факт их оформления дает понять, что в менее сложных юрисдикциях подобного рода инструменты будут тем более востребованы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

История применения гарантийных инструментов в целях мобилизации частного капитала насчитывает не одно десятилетие, но лишь в XXI в. они приобрели существенное значение для системы финансирования развития. Проявлениями этого стали: расширение числа упоминаний данных инструментов в ключевых программных документах; значительные организационные и интеллектуальные усилия по модернизации правил статистического учета и увеличение объемов мобилизованных с их помощью средств.

Вместе с тем доступные данные позволяют констатировать факт недостаточного использования гарантийных инструментов, а также крайнюю неравномерность в распределении средств между гарантами (как двусторонними, так и многосторонними), странами-бенефициарами и секторами.

³⁶ African Development Bank Group. *The Ten Year Strategy, 2024–2033*. URL: <https://www.afdb.org/en/documents/ten-year-strategy-african-development-bank-group-2024-2033>.

³⁷ European Commission. *European Fund for Sustainable Development Plus*. URL: https://international-partnerships.ec.europa.eu/funding-and-technical-assistance/funding-instruments/european-fund-sustainable-development-plus_en.

³⁸ Murphy H. *Devex Newswire: Why US DFC wants to expand its high-risk insurance* // Devex. 10.04.2024. URL: <https://www.devex.com/news/devex-newswire-why-us-dfc-wants-to-expand-its-high-risk-insurance-107431>.

³⁹ *Joint Statement on Establishment of DFC-MIGA Consultative Group on Political Risk Insurance for Ukraine*. June 21, 2023. URL: <https://www.dfc.gov/media/press-releases/joint-statement-establishment-dfc-miga-consultative-group-political-risk>.

Продвинутое наиболее заинтересованными странами-гарантами (в частности, Францией) изменение правил учета, позволяющее рассчитывать грант-элемент в гарантиях по тем же принципам, что и в займах, активно критикуется экспертами, которые наглядно доказывают несоответствие новых принципов учета критериям ОПР и предрекают «инфляцию» ОПР и ее замещение коммерческими механизмами. Однако внедрение новых правил, несомненно, создает условия для более активного применения гарантийных инструментов.

К этому предрасполагает и целый ряд других факторов: резкое отставание от графика достижения ЦУР при обострении дефицита требуемых для этого средств; усугубление проблем бюджетного дефицита и государственного долга в развитых странах, ограничивающее возможности наращивания объемов ОПР, а также обострение геополитического соперничества между западными и ведущими незападными странами, в первую очередь Россией и Китаем.

Расширение объемов гарантирования в целях развития будет до минимума снижать масштаб возможных потерь бенефициарами такой поддержки, а также вероятность материализации некоторых рисков непосредственно для поддержанных инвестпроектов благодаря «эффекту ореола». Однако оно неспособно оказать системное воздействие на структурные факторы возникновения политических рисков для бизнеса. В том случае, если расширение гарантийных обязательств будет сопровождаться сокращением финансирования программ, ориентированных на такие трансформационные изменения, а баланс в географии гарантийного покрытия проектов сместится в пользу менее уязвимых, но более стратегически значимых государств, позитивный эффект от новых инициатив окажется гораздо меньше ожидаемого.

Чтобы этого избежать, участникам международной системы финансирования развития необходимо:

- рассматривать гарантирование инвестиций как ценное дополнение к традиционным инструментам содействия развитию, но не как альтернативу им;
- активнее внедрять практику установления минимальной доли проектов в гарантийных портфелях наименее развитых стран, попутно стимулируя бизнес к инвестированию в высокорисковые юрисдикции посредством снижения соответствующих комиссий;
- добиваться гармонизации подходов к предоставлению гарантий, задействуя для этого как можно большее число форматов и каналов международного сотрудничества.

Список источников

1. Бартенев В. И. Американская модель страхования инвестиций в развитие от политических рисков: траектория трансформации // США & Канада: экономика, политика, культура. 2024. № 11. С. 93–110.
2. Гурова И. П. Страхование политического риска в международном инвестировании // Налоги и финансы. 2016. № 3 (31). С. 7–20.
3. Загашвили В. С. Регулирование политических инвестиционных рисков // Мировая экономика и международные отношения. 2018. Т. 62. № 7. С. 48–56.
4. Зайцев Ю. К. Частное финансирование содействия международному развитию / РСМД. 11.01.2022. URL: <https://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/chastnoe-finansirovanie-sodeystviya-mezhdunarodnomu-razvitiyu/>.
5. Старикова Е. А. Устойчивое развитие в меняющемся мире. Роль государства и бизнеса. Москва: КНОРУС, 2021. 318 с.
6. Bandura R., Ramanujam S. R. Innovations in Guarantees for Development. Center for Strategic and International Studies, December 2019. URL: https://csis-website-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/publication/191016_BanduraRamanujam_Innovations_WEB.pdf.
7. Chen Y., Liu Z. Z. Hedging Belts, De-Risking Roads: Sinosure in China's Overseas Finance and the Evolving International Response. Overseas Development Institute, December 2023. URL: https://odi.cdn.ngo/media/documents/DPF_R_Hedging_belts_de-risking_roads_aYPmZpQ.pdf.

8. Landscape of Guarantees for Climate Finance in EMDEs. Climate Policy Initiative, 2024. URL: https://www.climatepolicyinitiative.org/wp-content/uploads/2024/02/Guarantee-Report-Final-2024_FINAL.pdf.
9. Gamso J., Dimitrova A. Rewarding a friend: Does the World Bank direct non-commercial risk insurance to countries that support US foreign policy interests? // *New Political Economy*. 2023. Vol. 29. Iss. 1. P. 159–172. <https://doi.org/10.1080/13563467.2023.2230557>.
10. Garbacz W., Vilalta D., Moller L. The Role of Guarantees in Blended Finance. OECD Development Co-operation Working Papers № 97. Paris: OECD Publishing, 2021. <https://doi.org/10.1787/730e1498-en>.
11. Gordon K. Investment Guarantees and Political Risk Insurance: Institutions, Incentives and Development. In: *OECD Investment Policy Perspectives*. Paris: OECD Publishing, 2008. P. 91–122. <https://doi.org/10.1787/ipp-2008-5-en>.
12. Humphrey C., Prizzon A. Guarantees for Development. A Review of Multilateral Development Bank Operations. Overseas Development Institute. December 2014. URL: <https://odi.cdn.ngo/media/documents/9398.pdf>.
13. Matsukawa T., Habeck O. Review of Risk Mitigation Instruments for Infrastructure Financing and Recent Trends and Developments. Washington, D.C.: The World Bank; PPIAF, 2007. 72 p.
14. Mirabile M., Benn J., Sangaré C. Guarantees for Development. OECD Development Co-operation Working Papers, № 11. Paris: OECD Publishing, 2013. <https://doi.org/10.1787/5k4071x5b8f8-en>.
15. Mirabile M., Halvorson-Quevedo R. Guarantees for development. Paris: OECD Publishing, 2014.
16. Parks B. C. et al. Belt and Road Reboot: Beijing's Bid to De-Risk Its Global Infrastructure Initiative. Williamsburg, VA: AidData at William & Mary, 2023. 393 p.
17. Pereira Dos Santos P. Introductory Guide to Infrastructure Guarantee Products from Multilateral Development Banks. Washington, DC: Inter-American Development Bank, 2019. <https://doi.org/10.18235/0001517>.
18. Protopsaltis P. M. Investment guarantees and political risk insurance. In: *Research Handbook on Foreign Direct Investment*. Ed. by M. Krajewski, R. T. Hoffmann. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2019. P. 299–334.
19. Sial F., Chandrasekhar C. P. Guaranteeing the future? The role of guarantees in development and climate finance. Eurodad, November 2024. URL: https://assets.nationbuilder.com/eurodad/pages/5447/attachments/original/1734446163/01_guarantees-report-FINAL_17Dec.pdf?1734446163.
20. Scott S., Riegler H. Guarantees as ODA? ODA Reform. 08.12.2023. URL: <https://www.odareform.org/post/guarantees-as-oda>.
21. Winpenny J. Guaranteeing development? The Impact of Financial Guarantees. Paris: OECD Development Centre, 2005. <https://doi.org/10.1787/9789264013315-en>.

References

1. Bartenev V.I. (2024). The U.S. Model of Insuring Development Investments Against Political Risks: Tracking Transformative Changes. *SShA & Kanada: ekonomika, politika, kul'tura — USA & Canada: economics, politics, culture*, 11, 93–110 (in Russ.). <https://doi.org/10.31857/S2686673024110069>.
2. Gurova I.P. (2016). Political Risk Insurance in the International Investment. *Nalogi i finansy — Taxes and Finance*, 3 (31), 7–20 (in Russ.).
3. Zagashvili V. (2018). Regulation of Political Investment Risks. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya — World Economy and International Relations*, 62 (7), 48–56 (in Russ.). <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2018-62-7-48-56>.
4. Zaitsev Yu.K. (2022). Private capital in international development cooperation. RIAC (in Russ.). Available at: <https://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/chastnoe-finansirovanie-sodeystviya-mezhdunarodnomu-razvitiyu/>.
5. Starikova E.A. (2021). Sustainable Development in a Changing World. Role of the State and the Business. Moscow: KNORUS. 318 p. (in Russ.).
6. Bandura R., Ramanujam S.R. (2019). Innovations in Guarantees for Development. Center for Strategic and International Studies. December 2019. Available at: https://csis-website-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/publication/191016_BanduraRamanujam_Innovations_WEB.pdf.
7. Chen Y., Liu Z.Z. (2023). Hedging Belts, De-Risking Roads: Sinosure in China's Overseas Finance and the Evolving International Response. Overseas Development Institute? December 2023. Available at: https://odi.cdn.ngo/media/documents/DPF_R_Hedging_belts_de-risking_roads_aYPmZpQ.pdf.
8. Climate Policy Initiative (2024). Landscape of Guarantees for Climate Finance in EMDEs. Available at: https://www.climatepolicyinitiative.org/wp-content/uploads/2024/02/Guarantee-Report-Final-2024_FINAL.pdf.
9. Gamso J., Dimitrova A. (2023). Rewarding a friend: Does the World Bank direct non-commercial risk insurance to countries that support US foreign policy interests? *New Political Economy*, 29 (1), 159–172. <https://doi.org/10.1080/13563467.2023.2230557>.
10. Garbacz W., Vilalta D., Moller L. (2021). The Role of Guarantees in Blended Finance. OECD Development Co-operation Working Papers No 97. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/730e1498-en>.

11. Gordon K. (2008). Investment Guarantees and Political Risk Insurance: Institutions, Incentives and Development. In: OECD Investment Policy Perspectives. Paris: OECD Publishing, 91–122. <https://doi.org/10.1787/ipp-2008-5-en>.
12. Humphrey C., Prizzon A. (2014). Guarantees for Development. A Review of Multilateral Development Bank Operations. Overseas Development Institute. December 2014. Available at: <https://odi.cdn.ngo/media/documents/9398.pdf>.
13. Matsukawa T., Habeck O. (2007). Review of Risk Mitigation Instruments for Infrastructure Financing And Recent Trends And Developments. Washington, D.C.: The World Bank; PPIAF. 72 p.
14. Mirabile M., Benn J., Sangaré C. (2013). Guarantees for Development. OECD Development Co-operation Working Papers, 11. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/5k407lx5b8f8-en>.
15. Mirabile M., Halvorson-Quevedo R. (2014). Guarantees for development. Paris: OECD Publishing.
16. Parks B.C. et al. (2023). Belt and Road Reboot: Beijing's Bid to De-Risk Its Global Infrastructure Initiative. Williamsburg, VA: AidData at William & Mary. 393 p.
17. Pereira Dos Santos P. (2019). Introductory Guide to Infrastructure Guarantee Products from Multilateral Development Banks. Washington, DC: Inter-American Development Bank. <https://doi.org/10.18235/0001517>.
18. Protopsaltis P.M. (2019). Investment guarantees and political risk insurance. In: Krajewski M., Hoffmann R.T. (Eds.) Research Handbook on Foreign Direct Investment. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 299–334.
19. Sial F., Chandrasekhar C.P. (2024). Guaranteeing the future? The role of guarantees in development and climate finance. Eurodad. Available at: https://assets.nationbuilder.com/eurodad/pages/5447/attachments/original/1734446163/01_guarantees-report-FINAL_17Dec.pdf?1734446163.
20. Scott S., Riegler H. (2023). Guarantees as ODA? ODA Reform. 08.12.2023. Available at: <https://www.odareform.org/post/guarantees-as-oda>.
21. Winpenny J. (2005). Guaranteeing development? The Impact of Financial Guarantees. Paris: OECD Development Centre. <https://doi.org/10.1787/9789264013315-en>.

Информация об авторе

Владимир Игоревич Бартнев, кандидат исторических наук, ведущий научный сотрудник Института перспективных стратегических исследований НИУ ВШЭ, г. Москва

Information about the author

Vladimir I. Bartnev, Candidate of Historical Sciences, Leading Research Fellow, Institute for Advanced Strategic Studies, HSE University, Moscow

Статья поступила в редакцию 15.10.2024
Одобрена после рецензирования 28.12.2024
Принята к публикации 07.02.2025

The article submitted October 15, 2024
Approved after reviewing December 28, 2024
Accepted for publication February 7, 2025



Ограничения трансграничного движения капитала: эволюция позиции МВФ и ключевые тенденции

Ирина Игоревна Яковлева

E-mail: yakovleva-ii@ranepa.ru, ORCID: 0000-0003-0871-8706

Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации,
г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

В статье описывается эволюция позиции МВФ относительно ограничений на трансграничные потоки капитала, обсуждаются предпосылки перехода с одного этапа на другой. Особое внимание уделяется корректировке подхода МВФ к ограничениям на трансграничные потоки капитала после азиатского финансового кризиса 1997 г. и мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., что привело к пересмотру представлений о выгодах и рисках перехода к более либерализованному счету операций с капиталом, а именно периоду с 2012 г., когда сформировался институциональный подход к ограничениям на движение капитала. Он определяет в настоящее время позицию МВФ с некоторыми дополнениями и изменениями.

С учетом институционального подхода рассматривается опыт введения отдельными странами ограничений на движение капитала во время пандемии COVID-19, в течение первых месяцев которой активно использовались меры по управлению трансграничными потоками капитала. Кроме того, в работе на основе де-юре индексов мобильности капитала выделяются ключевые тенденции в сфере ограничений на трансграничное движение капитала для групп стран в зависимости от уровня доходов и степени мобильности капитала. По результатам исследования формулируются выводы о возможных предпосылках смены позиции МВФ относительно ограничений на движение капитала, а также о специфике мер по управлению потоками капитала, применяемых отдельными группами стран. Это приобретает особую актуальность для России на современном этапе, когда в 2022 г. в ответ на санкции были введены ограничения на движение капитала.

Ключевые слова: ограничения на потоки капитала, трансграничное движение капитала, институциональная позиция, институциональный подход, Международный валютный фонд, приток капитала, отток капитала, либерализация

JEL: B27, F02, F32, F38

Финансирование: статья подготовлена в рамках выполнения НИР по государственному заданию РАНХиГС.

Для цитирования: Яковлева И. И. Ограничения трансграничного движения капитала: эволюция позиции МВФ и ключевые тенденции // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 1. С. 45–61.
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-45-61>.

© Яковлева И. И., 2025

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-45-61>

Restrictions on Cross-border Capital Flows: Evolution of the IMF's Position and Key Trends

Irina I. Yakovleva

RANEPA, Moscow, Russian Federation

yakovleva-ii@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0003-0871-8706>

Abstract

The article describes the evolution of the International Monetary Fund's position regarding restrictions on cross-border capital flows. The prerequisites of transition from one stage of evolution to another are discussed. Specific attention is paid to the adjustments of the IMF's position after the Asian financial crisis and the global financial crisis of 2008–2009. There has been a revision of perceptions about the benefits and risks of moving towards a more open capital account. Particular attention is paid to the period after 2012, when the institutional approach to capital controls was proposed. Since then, it has defined the IMF's position with some additions and adjustments.

Taking into account this institutional view, the experience of individual countries' imposition of cross-border capital flow restrictions during the COVID-19 pandemic is examined. Moreover, using data from AREAER reports and de jure capital mobility indices, this paper attempts to identify the main trends in capital account restrictions for different groups of countries depending on their income levels and initial capital mobility. Conclusions are drawn about the possible reasons for changes in the IMF's stance, as well as on the specifics of capital mobility faced by particular groups of countries. This is particularly relevant for Russia due to the capital controls introduced in 2022.

Keywords: capital controls, cross-border capital flows, institutional view, institutional approach, International Monetary Fund, capital inflow, capital outflow, liberalization

JEL: B27, F02, F32, F38

Funding: The article was prepared as part of the research project under the state assignment of RANEPA.

For citation: Yakovleva I.I. (2025). Restrictions on Cross-border Capital Flows: Evolution of the IMF's Position and Key Trends. *Financial Journal*, 17 (1), 45–61 (in Russ.).
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-45-61>.

© Yakovleva I.I., 2025

ВВЕДЕНИЕ

В течение длительного времени вопросы потенциальных выгод и издержек перехода к более либерализованному счету операций с капиталом находятся в центре внимания представителей экспертной и исследовательской сред. Согласно неоклассической теории роста, существование ограничений на движение капитала негативно сказывается на процессах экономического развития, поскольку свободное перемещение капитала из стран с его избытком в страны с его недостатком должно вести к росту их благосостояния. Однако опыт азиатского кризиса 1997 г. и мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. привел к переосмыслению этих представлений в связи с издержками дисбалансов, возникающих в финансовом секторе на страновом уровне. Данные кризисы, несмотря на различия в природе формирования и распространения, показали, что в условиях высокой мобильности капитала страны могут сталкиваться с неблагоприятным влиянием на состояние финансового сектора изменений, происходящих на глобальных финансовых рынках. Резкая смена направления трансграничных потоков капитала на противоположное может вызвать мощный макроэкономический шок, который скажется на финансовом

положении экономических агентов. В связи с этим все чаще в экономической литературе ограничения на движение капитала рассматриваются как способ обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности [Кузнецова, Ларина, 2023; Eichengreen, Rose, 2014; Beck et al., 2023], а также как меры, позволяющие повысить эффективность монетарной политики [Богатова, 2014; Zehri, 2020; Beck et al., 2023].

Так, еще в 2002 г. Мендозой была предложена теоретическая модель, представляющая собой реакцию на экономические последствия азиатского кризиса 1997 г., которые не укладывались в парадигму неоклассического подхода, основанного на представлении об отсутствии рыночных несовершенств и асимметрии информации, а также предполагающего полноту заключаемых контрактов. Традиционные неоклассические модели предполагали, что переход к более открытому счету операций с капиталом сопряжен с ростом инвестиций и общественного благосостояния. В модель Мендозы введены несовершенства финансового рынка, позволяющие описать негативные последствия внезапной остановки потоков капитала (*sudden stop*) в виде падения стоимости активов, реального выпуска, потребления. С течением времени, особенно после финансового кризиса 2008–2009 гг., в теоретической литературе начало активно развиваться направление, представленное моделями, подобными модели Мендозы [Mendoza, 2010; Dávila, Korinek, 2018]. Появились и другие теоретические модели, указывающие на положительные эффекты мер по управлению потоками капитала. В 2020 г. Джеан и Коринек [Jeanne, Korinek, 2020] с помощью трехпериодной модели общего равновесия показали, что даже *ex post* меры контроля за потоками капитала способствуют росту благосостояния и снижению уровня долговой нагрузки, а *ex ante* (превентивные) меры позволяют снизить вероятность наступления экономического кризиса. В целом ряд современных теоретических моделей в рассматриваемой области предполагает некоторые рыночные несовершенства или издержки, приводящие к неэффективности, в частности по Парето, а для их устранения используются *ex ante* или *ex post* меры контроля за потоками капитала, которые вводятся как корректирующие налоги [Bianchi, 2011; Korinek, Sandri, 2016; Korinek, 2018; Jeanne, Korinek, 2019; Bengui, Bianchi, 2022]. Если рассматривать существующие эмпирические исследования, то вопрос о характере связи между процессом экономического роста и переходом к более открытому счету операций с капиталом может быть охарактеризован как дискуссионный [Klein, Olivei, 2008], а выгоды и издержки процесса перехода к более открытому счету таких операций зависят от индивидуальных характеристик страны. Так, согласно исследованию [Eichengreen, Rose, 2014], определяющими факторами для сокращения длительности ограничений на движение капитала и частоты их применения являются развитый финансовый сектор и институциональная среда.

Корректировка представлений происходила не только в исследовательской сфере — за последние три десятилетия позиция Международного валютного фонда (МВФ) эволюционировала от благоприятствования либерализации к более сбалансированному подходу к мерам по управлению потоками капитала, что может быть обусловлено переосмыслением опыта упомянутых кризисов. В 2012 г. был предложен институциональный подход к ограничениям на движение капитала, который П. Кругман охарактеризовал как значительный шаг МВФ вперед. В этом контексте заслуживают внимания корректировки институциональной позиции 2020 и 2022 гг., которые могли быть основаны на анализе вводимых странами мер в сфере ограничений на движение капитала во время пандемии COVID-19.

Актуальность изучения эволюции позиции МВФ по вопросам применения мер по управлению трансграничными потоками капитала, а также выявления тенденций в этой области определяется тем, что в последнее время в ответ на меняющуюся геополитическую обстановку и вызовы пандемии COVID-19 страны стали активно применять меры контроля за потоками капитала. Так, в 2022 г. в России были введены ограничения на движение капитала для поддержания макроэкономической и финансовой стабильности.

Хотя ограничения на трансграничное движение капитала в течение длительного времени находятся в центре внимания исследователей и экспертов, вопросы, касающиеся последовательного изучения изменений позиции МВФ, а также их возможных предпосылок, представляются недостаточно освещенными в существующих исследованиях.

Цель настоящего исследования — выявление ключевых этапов корректировки позиции МВФ относительно ограничений на движение капитала. Для достижения данной цели были сформулированы следующие задачи. Во-первых, отследить основные этапы эволюции позиции МВФ и дать им характеристику на базе обзора существующих исследований, докладов и заявлений международных организаций. Во-вторых, проанализировав динамику де-юре¹ индексов мобильности капитала, изложить некоторые общие тенденции в сфере применения ограничений на движение капитала в мировой экономике и определить их согласованность с позицией МВФ. Основными методами являются анализ и систематизация существующих исследований в рассматриваемой области, докладов МВФ, а также статистический анализ. В работах зарубежных [Eichengreen, Rose, 2014; Bhargava et al., 2023] и отечественных [Моисеев, 2000; Славецкая, 2015; Трунин и др., 2016; Божечкова и др., 2017; Головнин, 2018; Левашенко, Коваль, 2018] ученых, а также в публикациях МВФ² довольно подробно описывается положение в сфере ограничений на потоки капитала в мировой экономике вплоть до 2012 г. В ряде работ [Славецкая, 2015; Трунин и др., 2016; Божечкова и др., 2017; Кузнецова, Ларина, 2023; Truman, 2006; Zehri, 2020] рассматриваются отдельные этапы эволюции позиции МВФ относительно ограничений на трансграничное движение капитала, но неосвещенной остается роль Независимого подразделения (Independent Evaluation Office — IEO) МВФ в формировании повестки, связанной с управлением потоками капитала. Данное исследование в определенной степени направлено на восполнение этого пробела.

В первом разделе представлен последовательный анализ эволюции позиции МВФ; во втором разделе выделяются и обсуждаются в контексте позиции МВФ общие тенденции в сфере применения мер контроля за потоками капитала на основе анализа различных индексов его мобильности для групп стран, сформированных в зависимости от уровня доходов. В заключении формулируются выводы по результатам исследования.

ЭВОЛЮЦИЯ ПОЗИЦИИ МВФ ОТНОСИТЕЛЬНО ОГРАНИЧЕНИЙ НА ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА

Международный валютный фонд — одна из немногих международных организаций, позиция которой относительно ограничений на движение капитала в последние годы стала все более четко оформляться. Обычно в эмпирических и теоретических исследованиях при изучении этапов эволюции позиции МВФ сравниваются два периода — с 1990-х гг. и с 2012 г. Первый характеризуется содействием либерализации, а второй — сбалансированным подходом к ограничениям на движение капитала. Нами рассматривается более детализированная хронология этапов формирования позиции МВФ.

В данной статье под позицией МВФ подразумеваются зафиксированные в документах фонда (Статьи соглашения МВФ, программные доклады и т. д.) или в заявлениях от лица

¹ Де-юре индексы мобильности капитала рассчитываются с использованием сведений о мерах контроля за потоками капитала, закрепленных на законодательном уровне.

² The IMF's Approach to Capital Account Liberalization / Independent Evaluation Office (IEO), 2004. URL: <https://www.imf.org/External/NP/ieo/2004/cal/091504.pdf>; Annual Report / Independent Evaluation Office (IEO), 2006. URL: <https://www.imf.org/external/np/ieo/2005/ar/pdf/report.pdf>; The Liberalization and Management of Capital Flows — An Institutional View / International Monetary Fund (IMF), 2012. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720>.

МВФ представления о желательности или нежелательности использования странами мер по управлению потоками капитала. Гибкость данного определения обусловлена вариативностью перечня источников, на основе которых могут быть составлены суждения о позиции или о подходе МВФ.

Для определения позиции МВФ на этапе с 1944 г. до середины 1970-х гг., то есть с момента установления Бреттон-Вудской системы и вплоть до ее постепенного распада, необходимо обратиться к Статьям соглашения МВФ. Согласно действующему по настоящее время разделу 3 статьи VI «Капитальные трансферы»³ допускается введение странами ограничений на потоки капитала. Подход МВФ к ограничениям на движение капитала на данном этапе состоял в невмешательстве в политику в отношении трансграничного движения капитала, причем в 1956 г. было выпущено разъяснение позиции МВФ: «...страны могут вводить ограничения на движение капитала без одобрения МВФ» [Truman, 2006]. Такое положение в сфере ограничений на движение капитала являлось одной из основ Бреттон-Вудской системы, обеспечивающих независимость проводимой странами денежно-кредитной политики (ДКП) и сдерживающих дестабилизирующие потоки капитала, в особенности краткосрочные, при поддержании стабильного к доллару США курса валют стран — участниц соглашения. Описанный подход С. Р. Моисеев определяет как направленный на предотвращение «бегства капитала с национальных рынков» [Моисеев, 2000].

С кризисом и затем с распадом Бреттон-Вудской системы связан переход к следующему этапу эволюции позиции МВФ. Его обычно характеризуют как содействие либерализации. Вопрос о хронологических рамках данного этапа является дискуссионным. Некоторые исследователи датируют его начало серединой 1970-х гг., когда пересматривались Статьи соглашения МВФ, что было обусловлено прекращением существования Бреттон-Вудской системы вследствие исчерпания ее возможностей [Truman, 2006]. В других публикациях⁴ 1960-е гг. рассматриваются как период, когда было скорректировано представление о желательности процесса либерализации, но данный подход представляется не совсем релевантным⁵ при обсуждении позиции МВФ. В настоящей работе 1970-е гг. определяются как следующая с момента создания МВФ реперная точка эволюции воззрений на ограничения на движение капитала.

Этап эволюции позиции МВФ, временные рамки которого мы определяем серединой 1970-х и концом 1990-х гг., неоднороден в плане степени содействия процессу либерализации, она усиливалась к концу данного периода. Так, до начала 1990-х гг. позицию МВФ по вопросам введения ограничений на трансграничное движение капитала обычно характеризуют как нейтральную⁶. С одной стороны, сохраняет действие раздел 3 статьи VI, допускающий введение странами ограничений на потоки капитала, а с другой стороны, в 1978 г. вносятся изменения в статью IV. Статья была дополнена положением, что цель международной валютно-финансовой системы состоит в том числе в содействии движению капитала между странами. В более ранней редакции упоминался только обмен товарами и услугами [Truman, 2006]. К концу 1970-х гг. МВФ осуществлял надзор за вводимыми странами-членами ограничениями на потоки капитала посредством наблюдения и обсуждения политики в области валютных курсов [Truman, 2006]. Также

³ Статьи соглашения Международного валютного фонда. *Международный валютный фонд (МВФ), 2020.* URL: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/aa/pdf/aar.pdf>.

⁴ *Capital Controls: The Policy Pendulum Just Keeps Swinging / Madhyam Policy Brief, 2018.* URL: <https://www.somo.nl/wp-content/uploads/2018/12/Paper-3.pdf>.

⁵ Этот подход применим для ОЭСР — в 1961 г. был принят содействующий снятию ограничений на движение капитала Кодекс ОЭСР.

⁶ *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization / Independent Evaluation Office (IEO), 2004.* URL: <https://www.imf.org/External/NP/ieo/2004/cal/091504.pdf>.

сформулированный при участии МВФ в конце 1980-х гг. «Вашингтонский консенсус» как свод правил для латиноамериканских экономик позволяет судить о более высокой степени содействия либерализации, хотя он и затрагивает только одну из компонент счета операций с капиталом — прямые иностранные инвестиции. Предполагалась отмена ограничений для прямых иностранных инвестиций [Трунин и др., 2016].

К началу 1990-х гг. становится еще более явной позиция МВФ по содействию либерализации счета операций с капиталом. С 1993 по 1998 г. велась дискуссия о внесении изменений в Статью соглашения МВФ. Корректировка одной из ключевых статей (статья I) позволила бы четко в нормативно-правовом аспекте определить позицию МВФ как способствующую либерализации [Славецкая, 2015]. Однако на фоне негативных последствий азиатского кризиса, накануне которого МВФ рекомендовал переход к более либерализованному счету операций с капиталом ряду стран, рассмотрение данных поправок было свернуто к 1998 г. [Truman, 2006]. Таким образом, концом 1990-х гг. может быть датировано окончание рассматриваемого этапа эволюции позиции МВФ.

Хотя более распространено представление о том, что следующая корректировка подхода МВФ к ограничениям на трансграничное движение капитала происходила на фоне как азиатского кризиса, так и кризиса 2008–2009 гг., в данной статье период с конца 1990-х гг., предшествующий мировому финансовому кризису, определяется как отдельный «переходный» этап формирования позиции МВФ. Еще в начале 2000-х гг. были заложены предпосылки формирования и озвучены отдельные положения институциональной позиции. Решением совета директоров МВФ в 2001 г. было создано существующее и по настоящее время Независимое подразделение, целью которого является оценка деятельности МВФ⁷. С исследованиями этого подразделения сопряжены значимые этапы в формировании позиции МВФ, поскольку одно из направлений его деятельности — анализ политики МВФ в сфере ограничений на движение капитала, в частности, изучение опыта 1990-х гг. [Truman, 2006]. В одном из исследовательских докладов Независимого подразделения МВФ⁸, опубликованном в 2004 г., представлены положения, коррелирующие с современным институциональным подходом, и предпосылки его формирования. Также в докладе содержатся указания на неопределенность мандата МВФ в сфере ограничений на движение капитала и делается вывод о том, что в начале 1990-х гг. в преддверии азиатского кризиса МВФ поощрял либерализацию счета операций с капиталом, но впоследствии его позиция стала более прагматичной.

Проведенная в 2000-х гг. работа, вероятно, привела к выработке МВФ еще более гибкой позиции относительно ограничений на потоки капитала. На большую сбалансированность подхода МВФ после азиатского кризиса указывают и его рекомендации во время финансового кризиса 2008–2009 гг. Во время кризиса 2008 г. в ответ на приток капитала в страны с развивающимися рынками МВФ не препятствовал введению ограничений на потоки капитала, напротив, предлагал странам рассматривать набор инструментов, включающий пруденциальные меры и контроль за движением капитала для ограничения негативных эффектов, обусловленных волатильными потоками капитала [Божечкова и др., 2017; Ostry, 2010; Ostry, 2011]. МВФ рекомендовал введение соответствующих ограничений для Исландии и Кипра [Bhargava et al., 2023].

В 2012 г. МВФ опубликовал программный доклад⁹, в котором представлен институциональный подход, связанный с переходом к текущему этапу эволюции позиции МВФ.

⁷ *Annual Report / Independent Evaluation Office (IEO), 2006. URL: <https://www.imf.org/external/np/ieo/2005/ar/pdf/report.pdf>.*

⁸ *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization.*

⁹ *The Liberalization and Management of Capital Flows — An Institutional View / International Monetary Fund (IMF), 2012. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720>.*

Выработку этого подхода можно считать реакцией на азиатский кризис, мировой финансовый кризис 2008–2009 гг., а также на дискуссию в исследовательских и экспертных кругах. На его формирование могли повлиять результаты исследований Независимого подразделения МВФ, совместное заявление G20 и изменение баланса взглядов в экспертной и научной среде¹⁰ [Божечкова и др., 2017], когда представление о свободном движении капитала как об источнике инвестиционных возможностей, драйвере экономического роста и развития ушло на второй план, а большее внимание стало уделяться рискам, связанным с волатильными потоками капитала.

В основе институционального подхода лежат предположение о допустимости введения ограничений на потоки капитала при определенных обстоятельствах, а также положение о том, что переход к более открытому счету операций с капиталом сопряжен с некоторыми рисками и его либерализация не является безоговорочной целью МВФ. В докладе 2012 г. определяются и условия применимости мер контроля за потоками капитала. К ним относятся исчерпание возможностей других мер (например, мер фискальной и монетарной политики), возможность более оперативно достичь результата по сравнению с другими мерами, а также ситуации, когда волатильность потоков капитала создает риски для устойчивости финансовой системы и меры макропруденциальной политики оказываются недостаточно эффективными. Согласно институциональной позиции, для извлечения выгод от снятия ограничений на движение капитала страны должны обеспечить определенный уровень институционального и финансового развития. Однако данные ограничения должны характеризоваться прозрачностью, целенаправленным, недискриминирующим, временным характером и интегрированностью в комплекс мер макроэкономической политики.

Действующий в настоящее время подход отличается от разработанного в 2012 г. В 2020 г. был опубликован доклад Независимого подразделения МВФ¹¹, положения которого находят отражение в текущей позиции МВФ относительно ограничений на движение капитала. В этом докладе высказывается предложение о том, что идеи институционального подхода, препятствующие упреждающим ограничениям на потоки капитала, не согласуются со страновым опытом и эмпирическими исследованиями, а также подчеркивается необходимость перехода к так называемой «интегрированной политике»¹². Эти идеи нашли отражение в программных докладах МВФ 2020 и 2022 гг.

Осенью 2020 г. вышел программный доклад МВФ, в котором была предпринята попытка определить место ограничений на движение капитала в иерархии мер макроэкономической политики и указывалось на значимость этих мер в комплексе с мерами курсовой и макропруденциальной политики в обеспечении независимости ДКП, ценовой стабильности и стабильности финансового сектора, а также в ограничении макроэкономической волатильности в целом. В докладе также описывались условия применения тех или иных мер «интегрированной политики», однако мерам контроля за потоками капитала ожидаемо уделялось ограниченное внимание в силу того, что они относятся к мерам последней инстанции¹³. В 2022 г. МВФ скорректировал позицию относительно ограничений на потоки капитала и допустил их заблаговременное введение при определенных

¹⁰ *A welcome evolution: The IMF's thinking on capital controls and next steps / VoxEU Column, 2022.* URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/welcome-evolution-imfs-thinking-capital-controls-and-next-steps>.

¹¹ *IMF Advice on Capital Flows / Independent Evaluation Office (IEO), 2020.* URL: <https://ieo.imf.org/en/our-work/Evaluations/Completed/2020-0930-imf-advice-on-capital-flows>.

¹² Под «интегрированной политикой» понимается совместное рассмотрение и применение мер монетарной, курсовой и макропруденциальной политик, а также мер по управлению потоками капитала при противодействии негативным последствиям волатильности потоков капитала, внутренним и внешним шокам.

¹³ *Toward an Integrated Policy Framework / International Monetary Fund (IMF), 2020.* URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2020/10/08/Toward-an-Integrated-Policy-Framework-49813>.

обстоятельствах, подчеркнув неизбежность ключевых элементов институционального подхода¹⁴. Идея превентивности была изложена и в более раннем программном докладе МВФ, но именно 2022 г. считается моментом корректировки позиции МВФ [Кузнецова, Ларина, 2023; Beck et al., 2023]. Уточнения институциональной позиции 2022 г. как раз связаны с развитием концепции «интегрированной политики», что объясняет упоминание превентивных мер в программном докладе 2020 г.

Таким образом, происходила постепенная смена позиции МВФ, она становилась более гибкой и во многом основывалась на анализе странового опыта, результатов азиатского кризиса 1997 г. и финансового кризиса 2008–2009 гг. Основные сведения о выделяемых нами этапах обобщены в табл. 1. При обсуждении этапов эволюции позиции МВФ нельзя не отметить роль Независимого подразделения МВФ, поскольку многие положения современного институционального подхода были сформулированы в его аналитических материалах. Их изучение позволяет определить предположительный вектор развития позиции МВФ. Как было отмечено, ряд положений доклада Независимого подразделения МВФ 2020 г. нашел отражение в более поздних программных документах МВФ.

Таблица 1

Основные этапы эволюции позиции МВФ по ограничениям на потоки капитала

Этапы	Характеристика	Источники
1944–1970-е гг.	Страны самостоятельно определяют свою политику в сфере ограничений на движение капитала. Допускается введение ограничительных мер в отношении трансграничных потоков капитала	Статьи соглашения МВФ
Середина 1970-х — конец 1990-х гг.	Сдвиг в сторону либерализации. Обеспечение свободы движения капитала включается в цели международной валютно-финансовой системы. МВФ содействует процессу либерализации, и обсуждается вопрос внесения изменений в статью I Статей соглашения МВФ	
2000-е — 2012 гг.	Переходный период. Проводятся исследования, анализируется накопленный опыт рекомендаций МВФ. Создается Независимое подразделение МВФ, в одном из докладов которого изложены отдельные положения, коррелирующие с институциональным подходом	
2012–2020 гг.	Институциональный подход — допускает введение ограничений на потоки капитала в ответ на их колебания, создающие риски для макроэкономической и финансовой нестабильности. Предпосылками к формированию послужили опыт кризисов 1990-х гг. и 2008 г., результаты исследовательской деятельности Независимого подразделения МВФ и Совместное заявление G20	Статьи соглашения МВФ. Программный доклад «The Liberalization and Management of Capital Flows — An Institutional View», 2012
2020–2022 гг.	Разрабатывается концепция «интегрированной политики», предпринимается попытка встроить в нее меры контроля за капиталом. Обсуждается превентивный характер ограничений на потоки капитала	Статьи соглашения МВФ. Программный доклад «Toward an Integrated Policy Framework», 2020
2022 г. — н. в.	Осуществлен переход к более гибкому институциональному подходу, предполагающему при необходимости введение заблаговременных ограничений на движение капитала. На формирование позиции повлияли исследования Независимого подразделения МВФ и концепция «интегрированной политики»	Статьи соглашения МВФ. Программный доклад «Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows», 2022

Источник: составлено автором.

Вполне определенную позицию по вопросам введения ограничений на движение капитала имеют и другие международные организации и объединения стран. Так, нами уже упоминалась резолюция G20, согласующаяся с институциональным подходом. Другая

¹⁴ Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows / International Monetary Fund (IMF), 2022. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/03/29/Review-of-The-Institutional-View-on-The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-515883>.

международная организация, имеющая сформированный взгляд в отношении ограничений на движение капитала, — ОЭСР. В актуальной редакции подход ОЭСР перекликается с институциональными воззрениями МВФ¹⁵. Более подробное представление о позиции ОЭСР дают работы [Архипова, 2016; Левашенко, Коваль, 2018], где анализируется Кодекс ОЭСР по либерализации движения капитала. Внесенные в Кодекс с 2016 по 2020 г. изменения указывают на сближение с позицией МВФ и G20 [Zehri, 2020]. На отношение стран к ограничениям на потоки капитала влияют подписанные ими торговые соглашения, так как взаимная либерализация может входить в перечень условий, а также членство в экономических союзах, поскольку свобода движения капитала относится к принципу четырех свобод, реализуемому в рамках таких союзов.

ТЕНДЕНЦИИ В СФЕРЕ ОГРАНИЧЕНИЙ НА ТРАНСГРАНИЧНЫЕ ПОТОКИ КАПИТАЛА

Перейдем к рассмотрению некоторых мировых тенденций в сфере ограничений на движение капитала и их связи с эволюцией позиции МВФ. Отдельные наблюдения о характере ограничений на потоки капитала в мире могут быть сформулированы на основе анализа докладов AREAER¹⁶ и соответствующих индексов мобильности капитала. Нами рассматриваются два де-юре индекса мобильности капитала — индекс Чинн-Ито (КАOPEN) [Chinn, Ito, 2008] и индекс Шиндлера¹⁷ (КА) [Schindler, 2009]. Эти индексы дают количественную оценку степени мобильности капитала, сопоставимую между странами и во времени. Мы предполагаем, что динамика индексов мобильности капитала может быть неодинаковой как для разных этапов эволюции позиции МВФ, так и для стран с различающейся первоначальной мобильностью капитала. Последнее может быть обусловлено тем, что страны с первоначально довольно либерализованным счетом операций с капиталом будут менее склонными к введению ограничений на движение капитала. Кроме того, с 2012 г. вследствие выработки институционального подхода в позиции МВФ могли проявиться изменения в регуляторном контексте в сфере ограничений на движение капитала (например, появились стимулы к более активному применению данных ограничений). Даже в рассмотренном докладе МВФ 2012 г. отмечается, что ранее в отсутствие четко сформулированных рекомендаций МВФ введение капитальных ограничений странами рассматривалось как отрицательный стимул для инвесторов. С другой стороны, упомянутая концепция «интегрированной политики» отдает приоритет другим мерам экономической политики для противодействия негативным шокам.

Прежде чем перейти к более подробному рассмотрению обозначенных тенденций, представляется необходимым описать особенности анализируемых де-юре индексов мобильности капитала. Соответствующие ряды опубликованы с 1970 по 2021 г. (индекс Чинн-Ито) и с 1995 по 2019 г. (индекс Шиндлера). Индекс Чинн-Ито представляет собой комплексный показатель, отражающий наличие множественных обменных курсов, существование ограничений на операции по текущему счету и по счету операций с капиталом, требование возврата валютной выручки. Индекс Шиндлера¹⁸, как и индекс Чинн-Ито,

¹⁵ IMF Advice on Capital Flows / Independent Evaluation Office (IEO), 2020. URL: <https://ieo.imf.org/en/our-work/Evaluations/Completed/2020-0930-imf-advice-on-capital-flows>.

¹⁶ The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER). Публикуется МВФ на регулярной основе.

¹⁷ Для простоты под индексом Шиндлера понимаются значения индекса КА, которые были досчитаны группой авторов по методологии, разработанной Шиндлером. Последний раз база данных обновлялась в 2021 г. URL: <https://www.columbia.edu/~mu2166/fkrsu/>.

¹⁸ Преимуществом данного де-юре индекса мобильности капитала является то, что, во-первых, он позволяет дифференцировать ограничения на движение капитала по резидентству и по направлению (ограничения на отток/приток капитала), во-вторых, индекс рассчитывается для категорий и подкатегорий и публикуются соответствующие детализированные ряды.

строится на основе бинарных переменных по различным типам ограничений с использованием докладов AREAER и не позволяет судить об изменениях в интенсивности существующих ограничений на движение капитала. Шкала индекса Чинн-Ито противоположна используемой для индекса Шиндлера: в случае индекса Чинн-Ито близкие к единице значения указывают на высокую мобильность капитала, а в индексе Шиндлера единица отражает низкую мобильность.

Далее был произведен анализ упомянутых индексов для четырех¹⁹ групп стран, сформированных по уровню дохода на основе классификации Всемирного банка. Учет межстрановых различий в доходах обусловлен тем, что институциональный подход предполагает вариативность траектории и скорости перехода к более открытому счету операций с капиталом для стран с различными характеристиками. Странам с высокими доходами, как правило, свойственен высокий уровень институционального и финансового развития, который, согласно применяемому подходу и совместному заявлению G20, должен учитываться в рамках процесса либерализации. При разделении стран на группы нами рассматривались два подхода к классификации — допускающий изменение состава стран внутри группы с определенным уровнем дохода и предполагающий его неизменность, то есть в последнем случае страны разделялись на группы по доходам по состоянию на 2000 г. Для фиксированного по уровню доходов состава стран анализ производился также с учетом межстрановых различий в первоначальной мобильности капитала²⁰, то есть по состоянию на 1970 г.²¹

Обратимся к динамике индекса Чинн-Ито²² с 1970 по 2021 г. для стран, разделенных на четыре группы по уровню доходов и на две подгруппы по мобильности капитала. Соответствующие графики представлены на рис. 1 ниже. Вне зависимости от межстрановых различий по уровню доходов наблюдается сближение подгруппы стран с первоначально низкой мобильностью капитала с подгруппой с высокой мобильностью капитала. Это означает, что внутри групп, сформированных по доходам (страны с низким доходом, высоким доходом и доходом ниже среднего), может быть зафиксировано сближение по уровню мобильности капитала стран с первоначально различающейся мобильностью. Однако для группы с доходами выше среднего сохраняется сокращающийся с течением времени разрыв между странами с первоначально высокой и низкой мобильностью капитала в усредненных значениях индекса Чинн-Ито, что обусловлено динамикой индексов мобильности капитала в отдельных странах данной группы, например в Бразилии. Так, в 2010-е гг. в Бразилии вводились меры, ограничивающие приток иностранного капитала, ввиду привлекательности бразильской экономики для краткосрочных инвестиций в условиях высокого дифференциала процентных ставок по сравнению с развитыми странами и нарастания рисков для финансовой системы. Хотя, по оценкам экспертов, данные меры оказались не вполне эффективными де-факто, их введение отражается в динамике де-юре индекса мобильности капитала и вносит вклад в обозначенное замедление конвергенционных процессов. При исключении Бразилии, Турции и ЮАР из анализируемой подгруппы происходит сближение усредненных индексов мобильности капитала внутри рассматриваемой доходной группы.

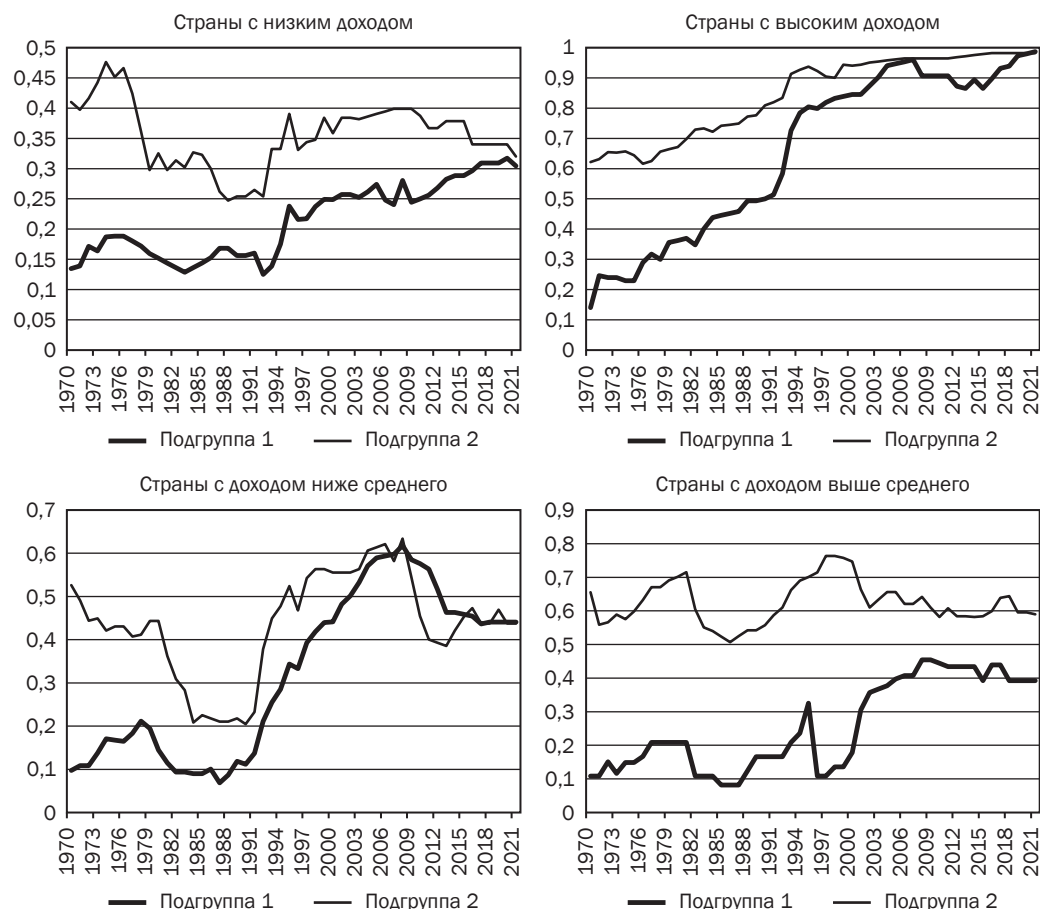
¹⁹ Страны с низким доходом, страны с доходом ниже среднего уровня, страны с доходом выше среднего и страны с высоким доходом.

²⁰ Страны с уровнем мобильности капитала, превосходящим медиану, относятся к подгруппе, обозначаемой как страны с первоначально высокой мобильностью капитала. При разделении стран на подгруппы по мобильности капитала выборка сужается до 102 стран, что обусловлено критерием доступности данных.

²¹ Проводилась оценка чувствительности результатов разделения стран на подгруппы по первоначальной мобильности капитала и для усредненных за 1970-е гг. значений, показавшая устойчивость большинства описываемых наблюдений.

²² Выбор индекса обусловлен доступностью данных.

**Динамика индекса Чинн-Ито в зависимости
от первоначальной мобильности капитала**



Примечание: «Подгруппа 1» – страны с первоначально низкой мобильностью капитала, «Подгруппа 2» – страны с первоначально высокой мобильностью капитала.

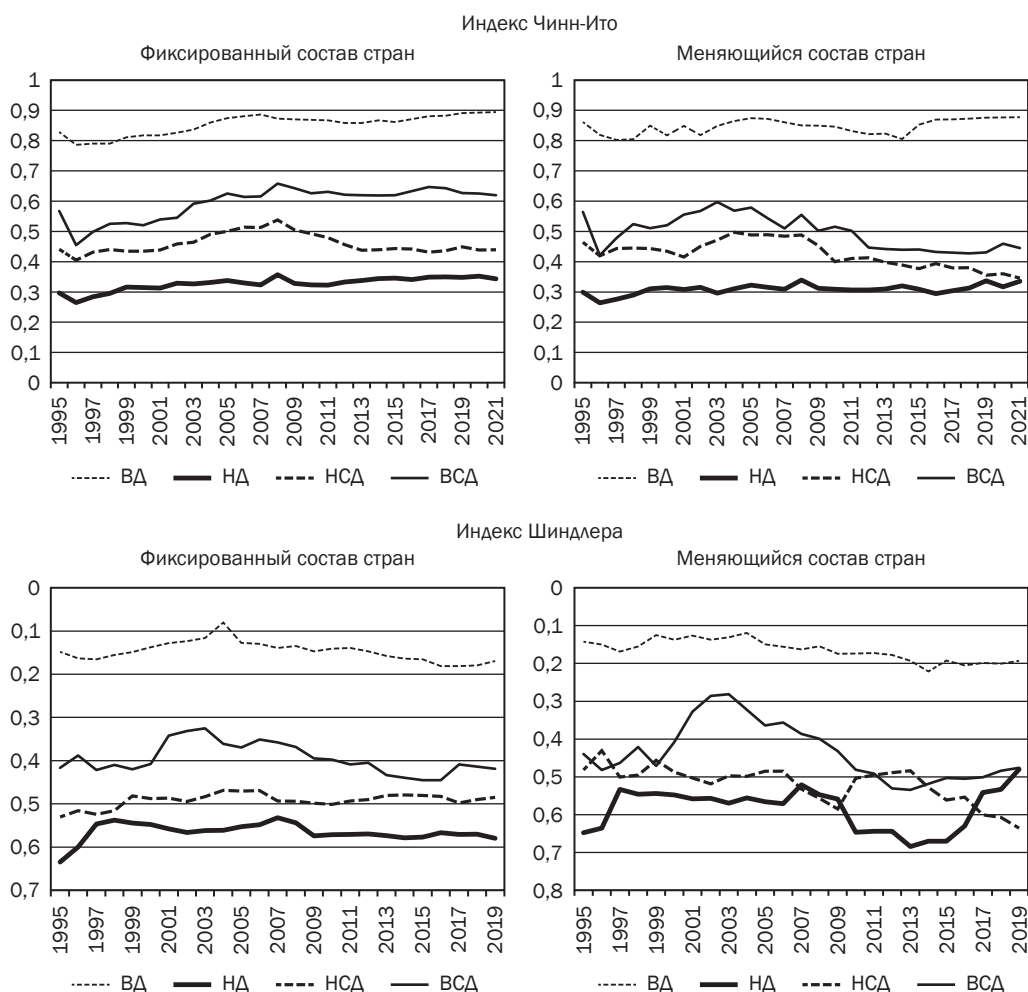
Источник: составлено автором по данным базы Chinn-Ito. The Chinn-Ito Index / Portland State University, 2023. URL: https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

Таким образом, представляется возможным говорить о конвергенции в уровнях мобильности капитала для большинства групп стран по доходам. Если рассматривать динамику индекса Чинн-Ито с 1970 по 2021 г., то тенденции для групп по уровням доходов будут различаться. Практически на протяжении всего рассматриваемого периода фиксируется рост мобильности капитала для стран с высокими доходами, но после азиатского кризиса темпы этого роста снижаются по мере достижения подгруппой с первоначально высокой мобильностью капитала близких к единице значений. Для подгруппы с начальной низкой мобильностью капитала внутри группы стран с высокими доходами наблюдается некоторое снижение индекса Чинн-Ито после мирового финансового кризиса 2008 г., сменившееся ростом после 2015 г. В группе стран с доходом ниже среднего с начала 1990-х гг. вплоть до мирового финансового кризиса наблюдался рост мобильности капитала, в странах же с доходом выше среднего с первоначально низкой мобильностью капитала зафиксировано снижение мобильности капитала во время азиатско-тихоокеанского кризиса.

В группе стран с низкими доходами для подгрупп по первоначальной мобильности капитала после мирового финансового кризиса 2008 г. наблюдается разнонаправленное изменение де-юре индексов мобильности капитала. Несмотря на вариативность динамики усредненных для разных групп и подгрупп значений индекса Чинн-Ито, после мирового финансового кризиса подход к ограничениям на потоки капитала стал более сбалансированным, что согласуется с институциональной позицией. В начале 1990-х гг. шла довольно активная либерализация, что не противоречит выделяемым этапам эволюции позиции МВФ. Далее рассмотрим динамику индексов Шиндлера и Чинн-Ито на периоде с 1995 г. для максимально возможной выборки (179 стран).

Рисунок 2

Динамика де-юре индексов мобильности капитала



Примечание: «ВД» — страны с высоким доходом, «НД» — страны с низким доходом, «НСД» — страны с доходом ниже среднего уровня, «ВСД» — страны с доходом выше среднего.

Источник: составлено автором по данным баз Chinn-Ito. The Chinn-Ito Index / Portland State University, 2023. URL: https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm; Schindler. Capital Control Measures: A New Dataset // IMF Economic Review, 2016. URL: <https://www.columbia.edu/~mu2166/fkrsu/>.

Для группы стран с высокими доходами динамика индексов ожидаемо указывает на то, что таким странам свойственен более открытый счет операций с капиталом, а страны

с низким доходом чаще остальных прибегают к мерам контроля за потоками капитала. Страны с доходом выше среднего сталкиваются с более высокой мобильностью капитала по сравнению со странами с доходом ниже среднего; данное соотношение устойчиво как для фиксированного, так и для меняющегося во времени состава групп стран по уровню дохода. Во временном разрезе выявленные тенденции варьируются в зависимости от выбора индекса и состава стран. Тем не менее после кризиса 2008 г. наблюдается снижение мобильности капитала, а фиксируемые в динамике индексов изменения с 2012 г. обусловлены скорее переходом стран между группами по доходам.

В динамике индекса Чинн-Ито зафиксировано некоторое снижение в 2020 г., когда в ответ на колебания потоков капитала отдельные страны начали использовать меры контроля за капиталом, проявляющиеся в ужесточении соответствующих ограничений развивающимися странами, в особенности странами с низкими доходами²³. В марте 2020 г. развивающиеся экономики столкнулись с чистым оттоком капитала, составившим около 90 млрд долл. США²⁴. Такие страны, как Аруба, Багамские острова, Казахстан, Киргизия, Сант-Мартин, Туркмения, Турция, Фиджи, Шри Ланка, устанавливали ограничения на отток капитала. Согласно докладу AREAER, из 362 изменений в сфере ограничений на потоки капитала, произошедших в 2020 г., 51% был отнесен к изменениям в сторону ужесточения, 49% — в сторону смягчения, причем 191 изменение классифицируется как связанное с пандемией, из них 30 предполагают ослабление мер, а 161 — ужесточение. Действительно, ряд стран ослабил контроль за притоком капитала, например Китай, Индия, Гондурас. В целом 2020 г. нетипичен в отношении направления изменения ограничений на движение капитала, поскольку большинство зафиксированных в другие годы изменений связано с либерализацией. В 2021 г. происходит возвращение к прежнему соотношению ужесточающих и смягчающих ограничений — только 10% изменений в сфере ограничений на потоки капитала касались их ужесточения, а ряд стран смягчил введенные в начале пандемии ограничения. Вопросы введения ограничений на потоки капитала в течение пандемии коронавируса обсуждаются в ряде исследований²⁵ [Bhargava et al., 2023], где отмечается, что меры контроля за капиталом в совокупности с другими инструментами «интегрированной политики» способствовали быстрому восстановлению притока капитала на развивающиеся рынки. Это свидетельствует об эффективности гибкого использования мер контроля за потоками капитала в рамках институционального подхода.

Говоря об опыте последних лет и трансграничных потоках капитала, следует рассмотреть также меры контроля за потоками капитала в России. Ограничения на движение капитала с 2022 г. активно применяются и в российской экономике. Прежде подобные меры использовались до 2006 г. и даже на фоне масштабного оттока капитала в 2014 г., произошедшего вследствие первого витка санкций, капитальные ограничения не вводились. В 2022 г. в связи со значительным усилением санкций и усложнением геополитической обстановки в Российской Федерации были приняты меры по регулированию потоков капитала. Так, с марта 2022 г. вводились ограничения на движение капитала в различных формах (обязательство продажи валютной выручки, установление особого порядка выдачи средств с валютных вкладов граждан, запрет для нерезидентов выхода из российских активов и т. д.). Одна из актуальных корректировок мер по ограничению на

²³ AREAER 2020 / International Monetary Fund (IMF), 2021. URL: https://www.elibrary-areaer.imf.org/Documents/YearlyReport/AREAER_2021.pdf.

²⁴ AREAER 2021 / International Monetary Fund (IMF), 2022. URL: https://www.elibrary-areaer.imf.org/Documents/YearlyReport/AREAER_2022.pdf.

²⁵ The COVID-19 Crisis and Capital Flows / IEO Background Paper, 2020. URL: <https://ieo.imf.org/-/media/IEO/Files/evaluations/completed/09-30-2020-imf-advice-on-capital-flows/cfm-bp05-the-covid-19-crisis-and-capital-flows.ashx>.

движение капитала, действующих по состоянию на 2024 г., касалась смягчения порога для обязательной продажи валютной выручки в условиях стабилизации ситуации с валютной ликвидностью. В целом введенные в 2022 г. ограничения можно охарактеризовать как достаточно эффективные инструменты, направленные на ослабление негативных последствий для рынка капитала беспрецедентного санкционного давления и способствующие поддержанию стабильности финансового сектора.

Таким образом, переход к институциональной позиции способствовал выработке более сбалансированного и гибкого подхода к ограничениям на потоки капитала. Актуальность введения соответствующих мер определяется страновыми характеристиками и экономической конъюнктурой, необходимостью управления потоками капитала, а также рисками для стабильности финансового сектора. Динамика индексов мобильности капитала указывает на сбалансированность в вопросах применения мер контроля за потоками капитала уже с 2008 г. Это может объясняться, с одной стороны, рекомендательным характером институционального подхода, с другой — сближением позиции МВФ с накопленным страновым опытом, свидетельствующим об активном использовании мер контроля за потоками капитала на практике.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Анализ эволюции позиции международных организаций относительно применения мер контроля за потоками капитала на примере МВФ показывает, что за последние тридцать лет подход МВФ к ограничениям на движение капитала менялся от благоприятствования либерализации до более сдержанного и сбалансированного современного институционального подхода, на формирование которого повлияли страновой опыт, азиатский кризис и мировой финансовый кризис. С момента распада Бреттон-Вудской системы вплоть до азиатского кризиса позиция МВФ характеризовалась скорее содействием либерализации. В 2012 г. был выработан институциональный подход на фоне переосмысления опыта мирового финансового кризиса 2008 г. Хотя этот подход и носит рекомендательный характер, но он является важным шагом по формированию позиции МВФ в сфере ограничений на движение капитала, поскольку достаточно четко обозначает условия, при которых могут вводиться меры контроля за потоками капитала. Согласно институциональному подходу с учетом корректировок 2020 и 2022 гг., меры контроля за капиталом могут применяться в целях снижения рисков, создающих угрозу для стабильности финансового сектора; также допускается их превентивное введение, но они по-прежнему вторичны по отношению к другим мерам «интегрированной политики».

Страновой опыт показывает, что фактически ограничения на потоки капитала вводятся в ответ на макроэкономические колебания, колебания условий торговли или из соображений устойчивости финансового сектора, что вписывается в концепцию институционального подхода. В настоящее время ограничения на потоки капитала могут быть охарактеризованы как достаточно эффективные меры при определенных обстоятельствах, когда применение основных инструментов макроэкономической политики невозможно или не позволяет в короткие сроки обеспечить требуемый результат. Переход к институциональному подходу характеризуют как «значимый шаг МВФ»²⁶ — он носит концептуально значимый характер и отражает накопленный страновой опыт. Анализ де-юре индексов мобильности капитала не позволяет строго установить связь между переходами с одного этапа эволюции позиции МВФ на другой и динамикой проанализированных индексов. Однако поведение индексов мобильности капитала после мирового кризиса свидетельствует о большей сбалансированности в вопросах перехода к более либерализованному

²⁶ IMF Advice on Capital Flows / Independent Evaluation Office (IEO), 2020. URL: <https://ieo.imf.org/en/our-work/Evaluations/Completed/2020-0930-imf-advice-on-capital-flows>.

счету операций с капиталом, согласующейся с институциональным подходом МВФ. Тем не менее нельзя не отметить, что внутри групп стран, сформированных на основе уровня их доходов, происходит конвергенция уровней мобильности капитала, а страны с высокими доходами ожидаемо имеют более либерализованный счет операций с капиталом по сравнению со странами со средними и низкими доходами. На более активное регулирование потоков капитала указывает и опыт пандемии COVID-19, а также введение в российской экономике мер контроля за потоками капитала с 2022 г. Хотя кейс пандемии COVID-19 можно считать форс-мажорным, а введение мер контроля за потоками капитала в России обусловлено ростом геополитической напряженности, данные меры в целом доказали свою эффективность в комплексе с другими мерами экономической политики. Также представляется перспективным дальнейший анализ позиции МВФ и мировых тенденций в сфере трансграничной мобильности капитала в новых геополитических условиях.

Список источников

1. Архипова В. В. Регулирование международного движения капитала в контексте глобальных финансовых реформ 2010-х годов // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2016. № 6. С. 29–41.
2. Богатова И. Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики России и трансграничных потоков капитала // Вестник института экономики Российской академии наук. 2014. № 5. С. 128–140.
3. Божечкова А. В. и др. Ограничения на движение капитала: мировой опыт и уроки для России // Экономическая политика. 2017. Т. 12. № 2. С. 8–43.
4. Головин М. Ю. Новые тенденции участия России в международном движении капитала // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2018. № 6. С. 9–23.
5. Кузнецова В. В., Ларина О. И. Управление потоками капиталов как инструмент обеспечения финансовой стабильности // Вестник университета. 2023. № 9. С. 216–223.
6. Левашенко А. Д., Коваль А. А. Валютный контроль при свободном движении капитала // Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 4. С. 76–87.
7. Моисеев С. Р. Современный контроль над движением капитала: цели и задачи // Дайджест-Финансы. 2000. № 12. С. 1–10. URL: http://www.mirkin.ru/_docs/articles03-009.pdf.
8. Славецкая Н. С. Роль МВФ в регулировании международного движения капитала // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: Экономика и право. 2015. № 11–12. С. 113–115. URL: <http://www.nauteh-journal.ru/files/58953680-04ed-4698-90f8-24faeabd68d>.
9. Трунин П. В. и др. Анализ факторов и последствий ограничений на движение капитала // Российское предпринимательство. 2016. Т. 17. № 2. С. 251–258.
10. Beck R. et al. Recent advances in the literature on capital flow management. ECB. Occasional Paper Series, 2023. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op317~4b572c363a.en.pdf>.
11. Bengui J., Bianchi J. Macroprudential policy with leakages // Journal of International Economics. 2022. Vol. 139. P. 1036–1059. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103659>.
12. Bianchi J. Overborrowing and systemic externalities in the business cycle // American Economic Review. 2011. Vol. 101. Iss. 7. P. 3400–3426. URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.101.7.3400>.
13. Chinn M. D., Ito H. A new measure of financial openness // Journal of comparative policy analysis. 2008. Vol. 10. Iss. 3. P. 309–322.
14. Dávila E., Korinek A. Pecuniary externalities in economies with financial frictions // The Review of Economic Studies. 2018. Vol. 85. Iss. 1. P. 352–395. <https://doi.org/10.1093/restud/rdx010>.
15. Eichengreen B., Rose A. Capital controls in the 21st century // Journal of International Money and Finance. 2014. Vol. 48. P. 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.08.001>.
16. Jeanne O., Korinek A. Macroprudential regulation versus mopping up after the crash // The Review of Economic Studies. 2020. Vol. 87. Iss. 3. P. 1470–1497. <https://doi.org/10.1093/restud/rdaa005>.
17. Jeanne O., Korinek A. Managing credit booms and busts: A Pigouvian taxation approach // Journal of Monetary Economics. 2019. Vol. 107. P. 2–17. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2018.12.005>.
18. Klein M. W., Olivei G. P. Capital account liberalization, financial depth, and economic growth // Journal of international money and finance. 2008. Vol. 27. Iss. 6. P. 861–875. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.05.002>.
19. Korinek A. Regulating capital flows to emerging markets: An externality view // Journal of International Economics. 2018. Vol. 111. P. 61–80. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.12.005>.
20. Korinek A., Sandri D. Capital controls or macroprudential regulation? // Journal of International Economics. 2016. Vol. 99. P. 27–42. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2016.02.001>.

21. Mendoza E. G. Sudden stops, financial crises, and leverage // *American Economic Review*. 2010. Vol. 100. Iss. 5. P. 1941–1966. URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.5.1941>.
22. Ostry J. D. et al. Capital controls: when and why? // *IMF Economic Review*. 2011. T. 59. No. 3. P. 562–580. URL: <https://ideas.repec.org/a/pal/imfecr/v59y2011i3p562-580.html>.
23. Ostry J. D. et al. Capital inflows: The role of controls. International Monetary Fund, SPN/10/04, 2010. P. 1–30. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.
24. Schindler M. Measuring financial integration: A new data set // *IMF Staff papers*. 2009. Vol. 56. Iss. 1. P. 222–238.
25. Truman E. M. Reforming the IMF for the 21st Century. Special Report 19. Peterson Institute, Peterson Institute for International Economics, 2006.
26. Zehri C. Restrictions on Capital Flows and International Financial Institutions' Support // *International Organizations Research Journal*. 2020. Vol. 15. Iss. 3. P. 55–71. <https://doi.org/10.17323/1996-7845-2020-03-02>.

References

1. Arkhipova V.V. (2016). Regulation of world capital movement in the context of global financial reforms 2010s. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossijskoj akademii nauk – The Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*, 6, 29–41 (in Russ.).
2. Bogatova I.E. (2014). Interrelation of the monetary policy of Russia and cross-border streams of the capital. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossijskoj akademii nauk – The Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*, 5, 128–140 (in Russ.).
3. Bojehkova A.V. et al. (2017). Capital controls: World Experience and Lessons for Russia. *Ekonomicheskaya Politika – Economic Policy*, 12 (2), 8–43 (in Russ.).
4. Golovnin M.Y. (2018). New trends of Russia's participation in international capital movement. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossijskoj akademii nauk – The Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*, 6, 9–23 (in Russ.).
5. Kuznetsova V.V., Larina O.I. (2023). Capital flow management as a tool for ensuring financial stability. *Vestnik universiteta – The Bulletin of the University*, 9, 216–223 (in Russ.).
6. Levashenko A.D., Koval A.A. (2018). Foreign Currency Control in Case of Free Movement of Capital. *Finansy: teoriya i praktika – Finance: theory and practice*, 22 (4), 76–87 (in Russ.).
7. Moiseev S.R. (2000). Modern control over capital movements: goals and objectives. *Daidzhest-Finansy – Digest Finance*, 12, 1–10 (in Russ.). http://www.mirkin.ru/_docs/articles03-009.pdf.
8. Slavetskaya N.S. (2015). The role of IMF in regulating international capital flows. *Sovremennaya nauka: aktual'nye problemy teorii i praktiki. seriya: ekonomika i parvo – Modern Science: actual problems of theory and practice*, 11–12, 113–115 (in Russ.). Available at: <http://www.nauteh-journal.ru/files/58953680-04ed-4698-90f8-24faeabd68d>.
9. Trunin P.V. et al. (2016). Analysis of factors and the effects of restrictions on the capital flow. *Rossijskoe predprinimatel'stvo – Russian Journal of Entrepreneurship*, 17 (2), 251–258 (in Russ.).
10. Beck R. et al. (2023). Recent advances in the literature on capital flow management. ECB. Occasional Paper Series. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op317~4b572c363a.en.pdf>.
11. Bengui J., Bianchi J. (2022). Macroprudential policy with leakages. *Journal of International Economics*, 139, 1036–1059. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103659>.
12. Bianchi J. (2011). Overborrowing and systemic externalities in the business cycle. *American Economic Review*, 101 (7), 3400–3426. Available at: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.101.7.3400>.
13. Chinn M.D., Ito H. (2008). A new measure of financial openness. *Journal of comparative policy analysis*, 10 (3), 309–322.
14. Dávila E., Korinek A. (2018). Pecuniary externalities in economies with financial frictions. *The Review of Economic Studies*, 85 (1), 352–395. <https://doi.org/10.1093/restud/rdx010>.
15. Eichengreen B., Rose A. (2014). Capital controls in the 21st century. *Journal of International Money and Finance*, 48, 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.08.001>.
16. Jeanne O., Korinek A. (2020). Macroprudential regulation versus mopping up after the crash. *The Review of Economic Studies*, 87 (3), 1470–1497. <https://doi.org/10.1093/restud/rdaa005>.
17. Jeanne O., Korinek A. (2019). Managing credit booms and busts: A Pigouvian taxation approach. *Journal of Monetary Economics*, 107, 2–17. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2018.12.005>.
18. Klein M.W., Olivei G.P. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of international money and finance*, 27 (6), 861–875. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.05.002>.
19. Korinek A. (2018). Regulating capital flows to emerging markets: An externality view. *Journal of International Economics*, 111, 61–80. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.12.005>.
20. Korinek A., Sandri D. (2016). Capital controls or macroprudential regulation? *Journal of International Economics*, 99, 27–42. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2016.02.001>.

21. Mendoza E.G. (2010). Sudden stops, financial crises, and leverage. *American Economic Review*, 100 (5), 1941–1966. Available at: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.5.1941>.
22. Ostry J.D. et al. (2011). Capital controls: when and why? *IMF Economic Review*, 59 (3), 562–580. Available at: <https://ideas.repec.org/a/pal/imfecr/v59y2011i3p562-580.html>.
23. Ostry J.D. et al. (2010). Capital inflows: The role of controls. International Monetary Fund, SPN/10/04, 1–30. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.
24. Schindler M. (2009). Measuring financial integration: A new data set. *IMF Staff papers*, 56 (1), 222–238. Available at: <https://link.springer.com/article/10.1057/imfsp.2008.28>.
25. Truman E.M. (2006). Reforming the IMF for the 21st Century. Peterson Institute, 19. Peterson Institute for International Economics, Special Report 19.
26. Zehri C. (2020). Restrictions on Capital Flows and International Financial Institutions' Support. *International Organizations Research Journal*, 15 (3), 55–71. <https://doi.org/10.17323/1996-7845-2020-03-02>.

Информация об авторе

Ирина Игоревна Яковлева, младший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва

Information about the author

Irina I. Yakovleva, Junior Researcher, Center for studying problems of central banks, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow

Статья поступила в редакцию 10.09.2024
Одобрена после рецензирования 19.12.2024
Принята к публикации 07.02.2025

The article submitted September 10, 2024
Approved after reviewing December 19, 2024
Accepted for publication February 7, 2025

Макроэкономическое моделирование в постпандемийное время

Антон Игоревич Вотинов

E-mail: avotinov@nifi.ru, ORCID: 0000-0002-2972-8489

Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России,
г. Москва, Российская Федерация

Юлия Александровна Польщикова

E-mail: polshchikova@nifi.ru, ORCID: 0000-0002-8864-2416

Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России,
г. Москва, Российская Федерация;

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,
г. Москва, Российская Федерация

Карен Армоевич Нерсисян

E-mail: knersisyan@mail.ru, ORCID: 0000-0003-4715-8692

Институт экономики имени М. Котаняна НАН Республики Армения,
Республика Армения

Аннотация

Последние тенденции глобального мира (мировой финансовый кризис, пандемия коронавирусной инфекции, глобальная геополитическая неопределенность) сталкивают область макроэкономического моделирования с необходимостью учета кризисных явлений в моделях. В настоящей работе мы попытаемся ответить на вопросы, что изменил в области макроэкономического моделирования недавний кризис, вызванный COVID-19, и каковы последующие шоки, которые переживает мировая экономика. На основе анализа научной литературы в статье изучаются современные направления в использовании основных классов макроэкономических моделей в пандемийный и постпандемийный периоды. Сначала рассматриваются подходы к формированию прогнозов с помощью моделей в условиях кризиса — смещение акцента на наукастинг и прогнозирование на короткий временной горизонт, а также затрагивается теория математического хаоса в контексте прогнозирования при специфичных и больших шоках. Затем рассматриваются модели общего равновесия и важность учета гетерогенности различного рода, а также включение эпидемиологических тенденций в структуру таких моделей. Наконец, отмечается многосценарный подход к анализу устойчивости бюджетной сферы на основе макроэкономических моделей в условиях беспрецедентного роста долговой нагрузки многих стран в условиях кризиса.

Ключевые слова: макроэкономическое моделирование, COVID-19, коронакризис, прогнозирование, динамические и статичные модели общего равновесия, модели анализа устойчивости бюджетной сферы

JEL: E10

Для цитирования: Вотинов А. И., Польщикова Ю. А., Нерсисян К. А. Макроэкономическое моделирование в постпандемийное время // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 1. С. 62–73.
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-62-73>.

© Вотинов А. И., Польщикова Ю. А., Нерсисян К. А., 2025

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-62-73>

Macroeconomic Modeling in Post-pandemic Times

Anton I. Votinov¹, Julia A. Polshchikova^{2,3}, Karen A. Nersisyan⁴

^{1,2} Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation

³ HSE University, Moscow, Russian Federation

⁴ Institute of Economics after M. Kotanyan of NAS RA, Yerevan, Republic of Armenia

¹ avotinov@nifi.ru, <https://orcid.org/0000-0002-2972-8489>

^{2,3} polshchikova@nifi.ru, <https://orcid.org/0000-0002-8864-2416>

⁴ knersisyan@mail.ru, <https://orcid.org/0000-0003-4715-8692>

Abstract

Recent trends in the global world (the financial and coronavirus crises, global geopolitical uncertainty, etc.) put macroeconomic modeling in front of the need to consider crisis phenomena in models. In this paper we try to answer the question of what has changed in macroeconomic modeling due to the coronavirus crisis and other shocks that the global economy has faced recently. Based on the literature review, the current directions in the implementation of the main classes of macroeconomic models in the pandemic and post-pandemic periods are examined. First, approaches to forecasting in crisis conditions are analyzed. Then the emphasis is shifted to nowcasting and projections for short periods of time. Mathematical chaos theory is also considered in the context of forecasting under specific and large shocks. We also discuss general equilibrium models and the relevance of incorporating heterogeneity and epidemiologic concepts into the structure of such models. Finally, we point out to a multiscenario approach to analyzing fiscal sustainability through models in the context of the unprecedented increase of government burdens faced by many countries during crisis.

Keywords: macroeconomic modeling, coronavirus crisis, COVID-19, forecasting, projections, dynamic and static general equilibrium models, public debt sustainability analysis

JEL: E10

For citation: Votinov A.I., Polshchikova Ju.A., Nersisyan K.A. (2025). Macroeconomic Modeling in Post-pandemic Times. *Financial Journal*, 17 (1), 62–73 (in Russ.).
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-62-73>.

© Votinov A.I., Polshchikova Ju.A., Nersisyan K.A., 2025

ВВЕДЕНИЕ

Высказывание «любой кризис — это новые возможности» проявляет свой смысл во многих сферах человеческой жизни. Так и для макроэкономического моделирования можно подметить, что каждый кризис способствует новому витку развития модельного аппарата. Например, финансовый кризис 2008 г. показал, как важно учитывать финансовые показатели развития экономики при построении моделей. В целом последние тенденции глобального мира влияют на область макроэкономического моделирования, которая сталкивается с необходимостью учета в моделях кризисных явлений. В настоящей работе мы попытаемся ответить на вопрос, что изменил в сфере макроэкономического моделирования недавний кризис, вызванный коронавирусной инфекцией, а также рассмотрим последующие шоки, с которыми столкнулась мировая экономика.

Важно понимать, что любая модель — это сильно упрощенное описание реального мира. На результаты применения модели влияет то, какие предпосылки закладывает в нее исследователь. При этом необходимо, чтобы модель была способна ответить на актуальные вопросы, которые диктует время, в связи с чем макроэкономический модельный аппарат претерпевает изменения с течением времени и постоянно совершенствуется, чтобы соответствовать запросам современного мира.

Многие современные макроэкономические модели строятся с учетом критики Лукаса, которая породила новый взгляд на использование моделей в анализе экономической политики. Лукас первым смог показать, что параметры эмпирических моделей могут меняться в силу изменения поведения экономических агентов, которые подстраиваются под новые условия, включая политику государства. В итоге появился новый пул моделей, построенных на основе микроэкономических обоснований, то есть с помощью более структурных, не подверженных таким изменениям параметров (*deep parameters*).

Кризис, вызванный коронавирусной инфекцией, и последовавший за ним постпандемийный период, а также новые мировые шоки продиктовали новые вызовы, с которыми столкнулись макроэкономисты при решении разного рода задач. Во-первых, это беспрецедентность явления — природа предыдущих кризисов явно сильно отличалась от природы кризиса, вызванного COVID-19. Это в свою очередь может ставить под сомнение предпосылку об неизменности структурных параметров микрообоснованных макроэкономических моделей. Во-вторых, стремительно меняющиеся условия, в которых функционирует экономика, осложняют закладывание в модель базовых предположений о ближайшем развитии экономики и требуют обширного сценарного анализа.

В настоящей работе предлагается рассмотреть современные тенденции в использовании основных классов макроэкономических моделей в пандемийный и постпандемийный периоды: понять, как модифицируется структура моделей и в какую сторону меняется подход к применению моделей для решения прогнозных и сценарных задач. Для этого путем анализа литературы проводится обзор современных подходов к моделированию. Сначала изучаются подходы к формированию прогнозов с помощью моделей в условиях кризиса, в том числе смещение акцента на наукастинг и прогнозирование на короткий временной горизонт. Затрагивается теория математического хаоса в контексте прогнозирования при специфичных и больших шоках. Затем рассматриваются модели общего равновесия и важность учета гетерогенности различного рода, а также включение эпидемиологических тенденций в структуру таких моделей. Наконец, отмечается многосценарный подход к анализу устойчивости бюджетной сферы с помощью макроэкономических моделей в условиях беспрецедентного роста долговой нагрузки многих стран в условиях кризиса.

МОДЕЛИ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

В рамках задачи прогнозирования макроэкономические модели столкнулись со сложностью, вызванной беспрецедентностью кризиса. Особенность пандемии COVID-19 заключалась в том, что ее можно отнести к очень редкому событию, которое встречается раз в столетие. Это затрудняет процесс «learning from the past», то есть изучение прошлых взаимосвязей между переменными для экстраполяции на будущее, который лежит в основе многих прогнозных моделей, к ним относятся и модели временных рядов. Процесс, соответственно, осложняется еще и тем, что редкость возникновения подобных кризисов ведет к отсутствию данных, на которые можно было бы опираться при построении и обучении прогнозных моделей. Это заставляет взглянуть на построение прогнозных моделей и на сами прогнозы под другим углом.

По мере роста запроса на решение задач прогнозирования в условиях кризиса увеличивается и количество исследований, предлагающих свой взгляд на преодоление возникших сложностей. Рассмотрим некоторые из них. В работе [Но, 2023] автор выделяет в существующей литературе два подхода к учету дополнительной информации в эконометрических моделях в условиях пандемии. Первый относится к необходимости обратиться к экономической теории и дать исследователю больше возможностей использовать априорную (внешнюю по отношению к модели) информацию. Это можно сделать на основе экономической теории или субъективных оценок экономиста. В данном контексте ключевую роль играют предположения, на основе которых строятся прогнозы в рамках модели.

В связи с этим автор подчеркивает важность предположений при представлении прогнозов. Становятся куда важнее не сами прогнозы, а понимание, в контексте каких предположений они строились. К тому же в статье предлагается строить предположения, по возможности оперируя вероятностями их наступления. Например, если исследователь верит в то, что опыт предыдущих кризисов релевантен для пандемийного периода, то можно говорить скорее о «вероятно близких» оценках параметров модели, сделанных на основе предыдущего опыта, нежели о полной уверенности в аналогичном развитии событий в будущем и экстраполяции оценок на последующий период. Когда степень несогласия относительно будущего экономики между экономистами и людьми, определяющими направление политики, высока, предположения модели — это ключ к пониманию того, как работает сама модель. При этом даже при несогласии с заданными предпосылками можно извлечь полезную информацию из модели и ее прогнозов.

Второй источник дополнительной информации, о которой говорится в [Но, 2023], — это новые оперативные базы данных, отражающих показатели протекания пандемии. Более того, быстро распространявшийся коронакризис и постоянно меняющиеся условия мировой экономики сформировали запрос у фискальных и монетарных властей на мониторинг экономической деятельности в более короткие промежутки времени по сравнению с квартальной и тем более годовой статистикой. Однако использование дополнительных данных возвращает к вопросу о предположениях, закладываемых в модель. Теперь исследователю также необходимо понимать взаимосвязь новой информации с рассматриваемыми раньше показателями для корректного определения спецификации модели.

Приведем примеры работ, в которых проведена попытка учесть особенности влияния коронакризиса на спецификацию модели для построения прогнозов с помощью авторегрессионных моделей. В [Lenza, Primiceri, 2020] предлагается добавить переменную, которая определяла бы степень колебания шока с течением времени. Идея включения в модель меняющейся во времени волатильности не нова, она отражается в более ранних работах [Engle, 1982; Jacquier, Polson, Rossi, 2004; Stock, Watson, 2016]. При этом, как показано в [Lenza, Primiceri, 2020], приложение этого подхода к пандемийному периоду приводит к более обоснованным прогнозам по сравнению с прогнозами, сделанными с помощью стандартной формы VAR на данных, включая начало пандемии, но без учета волатильности шока. В [Carriero et al., 2022] также говорится о значимости включения меняющейся во времени волатильности ошибок для прогнозов. В работе [Granados, Parra-Amado, 2024] сделана попытка оценить разрыв выпуска с помощью байесовской SVAR-модели, улучшенной путем масштабирования остатков в пандемийный период.

В статье [Primiceri, Tambalotti, 2020] предлагается рассматривать шок COVID-19 как отличный от предыдущих шоков. Для этого в модель вводится дополнительная ненаблюдаемая переменная, характеризующая шок. Она принимает нулевое значение до марта 2020 г.

Стоит отметить, что в данных работах делается достаточно строгое предположение о сохранении ранее наблюдаемых зависимостей между переменными. Это означает, что оценки параметров моделей, полученные при использовании допандемийных данных, сохраняются, поднимая вопрос о валидности самой модели и ее согласованности с критикой Лукаса. Такой подход, однако, может быть достаточно спорным, учитывая беспрецедентность кризиса и мер по его преодолению, ведущих к изменению структуры экономики. В этом ключе кажется разумным рассматривать VAR-модели с меняющимися во времени параметрами (TVP-VAR).

Включение данных с более высокой частотой — альтернативный способ добиться успеха в улучшении прогнозных свойств моделей. В ряде работ рассматриваются модели со смешанной частотой данных (*mixed-frequency (MF) models*), что позволяет учитывать дополнительную информацию и извлекать из нее пользу в условиях кризисного периода.

В основном такие модели ориентируются на прогнозы на ближайшее будущее (наукастинг). В статье [Schorfheide, Song, 2015] авторы используют квартальные данные одних макроэкономических показателей наравне с месячными данными других и с помощью VAR-модели со смешанной частотой демонстрируют построение оперативных прогнозов (*real-time forecasting*). На основе похожей модели в [Koop et al., 2021] анализируется влияние различных форм меняющейся во времени волатильности на наукастинг ВВП. Авторы говорят о том, что такая волатильность не слишком сказывается на точечных прогнозах, но увеличивает допустимый интервал ошибки. Помимо использования временных рядов, некоторые исследования обращаются к панельным данным. Так, в [Aaronsen et al., 2020; Larson, Sinclair, 2022] на данных США оценивались модели для наукастинга пособий по безработице в кризисный период.

В контексте обсуждения задачи прогнозирования с помощью макроэкономических моделей интерес представляет вопрос о применении математической теории хаоса в экономике. Данная теория изучает процессы непредсказуемого поведения системы, вызванные некоторыми изменениями первоначальных условий, на которые может повлиять окружающая среда. Так и в задаче прогнозирования: иногда шоки настолько специфичны и сильны, что экономическая система переходит в так называемое хаотическое состояние, при котором невозможно прогнозировать вовсе.

Изначально теория хаоса развивалась в области физики и математики, но в последнее время расширяет сферу своего применения и на экономику (обзор работ на эту тему можно найти в [Лаврикова и др., 2023]). Это стало возможным преимущественно за счет развития экономического аппарата в сторону сложных нелинейных систем. Философию теории хаоса нельзя считать оторванной от реальности в ситуации воздействия на экономику ряда экзогенных факторов, связанных с эпидемиологическими, политическими, природными и другими потрясениями. Любой такой шок выводит экономику из равновесия и затрудняет прогнозирование. В [Baumol, Benhabib, 1989] обсуждаются преимущества использования теории хаоса для анализа экономики. С. Ачикалин и С. Эрчетин в [Açikalin, Erçetin, 2022] говорят о широком потенциале данной теории при анализе глобальных шоков. Несмотря на то, что применение теории хаоса на настоящий момент не является мейнстримом в экономической науке, в научной литературе можно найти много работ по изучению хаотического поведения как в микроэкономике (поведение фирм и потребителей, динамика цен), так и в макроэкономической области (экономическая динамика, исследование безработицы и инфляции). Все большее внимание этой теории уделяется при анализе экономики в условиях сильных шоков, таких как кризис 1997–1998 гг. и финансовый кризис 2008 г.; к ним можно отнести и кризис, вызванный коронавирусной инфекцией.

С точки зрения прикладного аспекта прогнозирования беспрецедентность кризиса и вытекающие из этого сложности разработки релевантных моделей заставляют пересматривать концепцию подхода к построению политики, основанной на прогнозах. Например, в работе [Archer et al., 2022] монетарным властям предлагается уходить от концепции проведения политики на основании базового, наиболее вероятного, сценария и переходить к подходу «риск-менеджмента», где ключевую роль играет оценка всевозможных рисков при реализации различных вариантов развития экономики. Такое переосмысление подхода к выбору будущей политики позволяет более комплексно подходить к оценке экономической реальности и соответствующим образом проводить политику в условиях большой неопределенности. В качестве аналитического инструмента для сценарно-прогнозного анализа авторы предлагают подход, где в качестве основной выступает полуструктурная модель, которая при этом дополняется рядом других сателлитных моделей, преимущественно моделями смешанной частоты. Прогнозы с помощью предлагаемого подхода строятся в рамках сценарного анализа и оценки сопряженных с разными сценариями рисков.

ДИНАМИЧЕСКИЕ МОДЕЛИ ОБЩЕГО РАВНОВЕСИЯ

Модели общего равновесия помогают отвечать на вопросы широкого спектра: как прогнозирования, преимущественно на средне- и долгосрочном горизонтах, так и сценарного анализа развития экономики. Кризис, вызванный COVID-19, отразился и на развитии данного класса моделей. Во-первых, он показал важность учета в структуре моделей гетерогенности различного типа: как секторальной разнообразности, так и отличий между домашними хозяйствами. Гетерогенность производственного сектора становится необходимой при учете неоднородного влияния кризиса на разные секторы экономики. Например, политика локдауна в значительной степени повлияла на фирмы, где для производственного процесса необходимо физическое присутствие человека, в то время как на деятельность, где есть возможность без особых издержек перенести процесс в онлайн, такая политика оказала меньшее влияние.

Для обоснования необходимости учета в структуре модели гетерогенности домашних хозяйств есть несколько весомых аргументов. Во-первых, степень влияния шока COVID-19 различалась для людей разных профессий, что зависит от многих факторов: от занятости в более подверженной шоку отрасли до возможности сберечь и сглаживать свое поведение с течением времени. Во-вторых, с точки зрения государственной поддержки важно понимать, какие слои населения менее защищены и каким в первую очередь требуется помощь в кризисной ситуации. С моделями, в которых учтена та или иная форма гетерогенности, можно ознакомиться в работах [Ravenna, Walsh, 2022; Woodford, 2022; Baqaee, Farhi, 2022; Cox et al., 2024].

Принципиально новым подходом в DSGE-литературе стала разработка динамических моделей с включением математического аппарата моделирования инфекционных заболеваний (*Susceptible-Infections-Recovered* — SIR, или *Восприимчивый-Инфекционный-Выздоровевший*). SIR-модель позаимствована из области математической биологии [Kermack, McKendrick, 1927]. Включение подобного математического аппарата позволяет учесть особенность экономики, в которой идет активное распространение инфекционного заболевания. С помощью таких SIR-моделей исследуются оптимальные варианты политики локдауна. Например, в работах [Alvarez et al., 2021; Eichenbaum et al., 2021; Engler et al., 2020] обсуждаются варианты политики в условиях пандемии и локдауна, которые влияют на предложение труда, совокупный спрос и темпы восстановления экономики. В статье [Chan, 2022] строится SIR-DSGE-модель и делается предположение, что степень распространения вируса влияет как на сторону спроса, так и на сторону предложения. Аналогично в [Faria-e-Castro, 2021] предполагается, что пандемия уменьшает предельную склонность домохозяйств к потреблению. Предложение в условиях пандемии может столкнуться с негативными последствиями из-за нарушения цепочек поставок и ограничения передвижения между странами. В модели это задается через сокращение уровня общей факторной производительности. Помимо оценки макроэкономических последствий коронавирусного шока, автор также поднимает вопрос выбора оптимальной денежно-кредитной политики.

В отношении использования данного класса моделей в условиях коронакризиса можно выделить одну общую особенность. Экономисты достигли некоторого консенсуса по тому, что данный кризис является комбинацией одновременно нескольких шоков со стороны спроса и предложения. Неопределенность и падение доходов приводят к сокращению домохозяйствами расходов на потребление, в то время как повсеместные локдауны и ограниченность человеческих контактов негативно сказываются и на производственной стороне: возникают сложности с организацией рабочего процесса и логистикой. В работе МВФ [Bulir et al., 2021] в рамках оценки среднесрочных и долгосрочных эффектов от пандемии для Колумбии разработана DSGE-модель малой экспортирующей нефть экономики с различными формами реальных и номинальных жесткостей. Для моделирования шока

COVID-19 авторы использовали комбинацию различных структурных шоков. Помимо рассмотрения сокращения производительности труда и шока, ведущего к падению совокупного потребления, авторы дополняют анализ включением внешних шоков (падения цены на нефть и низких процентных ставок) и фискальных стимулов, выраженных в росте государственных расходов. С помощью комбинаций из таких шоков авторы воспроизводят в рамках модели условия коронакризиса.

В статье [García et al., 2023] международные вторичные эффекты от шока COVID-19 в рамках DSGE-модели открытой экономики еврозоны (*Euro Area and Global Economy – EAGLE model* [Gomes et al., 2012]) оцениваются как комбинация следующих структурных шоков: негативный шок предпочтений домашних хозяйств; шок снижения параметра, отвечающего за привычки в потреблении; шок уменьшения эффективности трансформации инвестиций в капитал; рост издержек на производство товаров; сокращение в потребительской корзине неторгуемых товаров (к которым относятся преимущественно товары сектора услуг). Такой выбор подтверждается авторами рядом стилизованных фактов динамики основных макроэкономических переменных в начале пандемии. Негативный шок предпочтений домохозяйств выражается в увеличении значимости будущего потребления по сравнению с настоящим. Авторы тем самым отчасти моделируют возросшую долю неопределенности относительно будущего, что выражается в переориентации агентов с потребления на накопление. Временное сокращение параметра привычек в потреблении, который фигурирует в функции полезности домашних хозяйств, обусловлено необходимостью отразить в модели наблюдаемое в начале пандемии резкое сокращение потребления, не свойственное для докризисных периодов. Негативный технологический шок инвестиций воспринимается авторами как прокси финансовых эффектов на экономику, которые замедляют эффективность трансформации потоков инвестиций в рынок капитала. Шок со стороны предложения относительно роста издержек на производство товаров помогает отразить наблюдаемую в данных динамику инфляции и выпуска торгуемых и неторгуемых товаров. Наконец, последний шок позволяет замоделировать меньшее сокращение выпуска торгуемых товаров (которые могут быть импортированы) по сравнению с товарами из неторгуемого сектора (который состоит преимущественно из сектора услуг), что также следует из данных. Подобный подход к моделированию ситуации шока COVID-19 как комбинации одновременно нескольких структурных шоков в рамках DSGE-модели отражен также в [Bartocci, Notarpietro, Pisani, 2021; Ferroni et al., 2022].

Однако стоит отметить, что в DSGE-литературе можно найти и работы, которые рассматривают шок COVID-19 как тот или иной структурный шок, без комбинации из нескольких. Например, в [Faria-e-Castro, 2021] пандемия моделируется как сильный негативный шок спроса, а именно через шок на переменную потребления в функции полезности домашнего хозяйства. Политика локдауна в условиях пандемии в работе [Guerrieri et al., 2022] моделируется через негативный и продолжительный шок предложения рабочей силы. В исследовании [Baqae, Farhi, 2022] в рамках многосекторной модели изучается влияние негативного шока предложения и шоков на структуру конечного спроса.

В контексте рассуждения на тему, каким образом и какие именно шоки учитывать в моделях общего равновесия при анализе шока пандемии, стоит поднять вопрос о размере самого шока. По структуре DSGE-модели представляют собой нелинейные модели. Однако в процессе решения уравнений модели происходит аппроксимация первого порядка основных уравнений вокруг равновесного состояния, что делает возможным оценить только эффекты первого порядка. В этом случае предполагается рассматривать шоки небольшого размера, не приводящие к отклонению модели от своего долгосрочного равновесия. Относительно шока COVID-19 логично предположить, что уровень данного шока значительно выше предыдущих шоков, с которыми сталкивалась мировая экономика

в последнее время. И тогда встает вопрос о корректности моделирования ситуации коронакризиса в рамках моделей данного класса. В литературе предлагается рассмотреть альтернативный подход к решению модели общего равновесия с номинальными и реальными жесткостями с сохранением нелинейности, что делает возможным оценить модель с шоками большой размерности (*disaster shocks*). Например, такой подход отражен в работе [Corrado et al., 2021].

СТАТИЧНЫЕ МОДЕЛИ ОБЩЕГО РАВНОВЕСИЯ

Преимущество моделей данного класса заключается в их способности рассматривать экономику как совокупность переплетенных цепочек поставок, опираясь на статистические данные (таблицы «затраты — выпуск» или input-output tables). В связи с этим такие модели активно применяются в области изучения экономики торговли. Они используются для оценки эффектов от изменений различных внешних условий как в рамках одной экономики, так и при анализе межстрановых эффектов. Однако преимущественно такие модели являются статичными, что не позволяет оценить изменение макроэкономических переменных во времени, в отличие от динамических моделей общего равновесия. Тем не менее богатая секторальная структура CGE-моделей и развитая статистическая база для калибровки их параметров дает возможность оценить эффекты различных сценариев развития торговли между странами и регионами, что представляется важным в постоянно меняющихся условиях.

Стоит отметить, что в истории CGE-моделирования уже наблюдались ситуации, когда такие модели использовались для анализа экономических последствий пандемии. Например, в работах [Dixon et al., 2010; Prager et al., 2017] изучались эффекты от пандемии гриппа. При анализе эффектов от пандемии, вызванной коронавирусной инфекцией, CGE-модели также активно использовались. Обзор таких работ можно найти, например, в [Arriola, Kowalski, van Tongeren, 2022]. Однако при использовании CGE-моделей в пандемийный и постпандемийный периоды ключевым моментом становится наличие данных для калибровки параметров модели. Во-первых, выход необходимой статистики в виде таблиц «затраты — выпуск» происходит, как правило, с некоторым запозданием. И для того, чтобы оценить эффекты с помощью модели для экономики сегодняшнего дня, необходимо откалибровать параметры модели на данных текущего года, что крайне сложно сделать в незавершенном году и даже в начале следующего года. Во-вторых, использовать данные пандемийного периода (2020–2022 гг.) кажется нерелевантным из-за того, что экономики многих стран находились в фазе резкого спада экономической активности, который отразился и в статистике. При этом в настоящее время влияние шока COVID-19 уже ослабло, и оценку параметров CGE-моделей на данных предыдущих нескольких лет сложно обосновать. К тому же обращение к данным доковидного периода, например 2019 г., тоже кажется не лучшим решением не только из-за устаревшей статистики. Кризис скорее всего качественно повлиял на структуру экономики в постпандемийный период, что может быть отражено в актуальной межотраслевой статистике. Таким образом, основной особенностью использования моделей подобного класса для анализа развития экономики, характерной для постковидного периода, является необходимость в актуальных данных и пересмотре параметров модели с их учетом.

МОДЕЛИ АНАЛИЗА УСТОЙЧИВОСТИ БЮДЖЕТНОЙ СФЕРЫ

Для кризиса, вызванного пандемией коронавируса и последующими геополитическими шоками, характерны активные действия правительства многих стран, направленные на поддержку населения. При этом любые фискальные стимулы требуют финансирования.

Из данных¹ видно, что за последние пять лет долг многих развитых стран существенно возрос на фоне и без того высоких допандемийных показателей. Государственный долг США вырос с 106% ВВП в конце 2019 г. до рекордных 133% ВВП к концу второго квартала 2020 г. К третьему кварталу 2024 г. этот показатель немного снизился и составил 121%, но все равно остается крайне высоким. В Италии рост долга сектора государственного управления в первый год пандемии составил примерно 15% (со 134% ВВП в 2019 г. до 155% ВВП в 2020 г.). К концу 2024 г. государственный долг вышел на уровень около 136% ВВП. Похожие тенденции наблюдаются и для таких стран, как Испания, Франция, Китай, Япония, Канада, и ряда других. Дополнительные государственные расходы и замедление инфляции и экономического роста в условиях кризиса ведут к существенному росту отношения долга к номинальному ВВП. Это делает вопрос устойчивости бюджетной сферы крайне важным. В работе [Bernardo et al., 2024] данная проблема рассматривается с акцентом на различия между развитыми и развивающимися странами. С помощью моделей панельной регрессии проводится анализ глобальных тенденций в изменении динамики государственного долга в постпандемийное время, делается вывод, что пандемия усилила растущий экономический разрыв между двумя группами стран.

Использование моделей анализа бюджетной сферы, рассмотренных в статье, позволяет построить и проанализировать разные сценарии развития экономики с точки зрения долговой устойчивости. К примеру, такая тема поднимается в [Della Posta et al., 2022]. Всемирный банк совместно с МВФ разрабатывает документы об анализе долговой устойчивости для некоторой выборки стран. Большинство таких документов было опубликовано в 2021–2022 гг. с учетом появившихся в связи с COVID-19 рисков. Более того, анализ устойчивости бюджетной сферы важен для принятия конкретных решений правительства относительно расходов бюджета. Например, в работе Азиатского банка развития² проводится комплексный анализ для поддержки программы вакцинации населения Бутана, куда включается также раздел с изучением долговой устойчивости бюджета этой страны.

Говоря об особенностях использования моделей данного класса в пандемийный период, стоит отметить их ориентированность на многосторонний сценарный анализ, учитывающий высокую долю неопределенности, а также основные тенденции, определяющие динамику государственного долга (спад экономического роста и рост государственных расходов). Для постпандемийного периода, который характеризуется затухающей фазой распространения шока, можно выделить ориентацию на новые, более высокие значения для уровня долга, закладываемые в модель.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье обсуждается опыт использования аппарата макроэкономического моделирования в условиях кризиса, вызванного коронавирусной инфекцией, и некоторые особенности применения моделей, которые сохранились в постпандемийный период. В табл. 1 обобщена информация по проведенному анализу научной литературы в разбивке по основным классам макроэкономических моделей. Были рассмотрены основные вызовы, с которыми столкнулись макроэкономисты при решении задач прогнозирования и сценарного анализа развития экономики в турбулентное время. Во-первых, это большая доля неопределенности относительно будущего. Во-вторых, ограниченность данных,

¹ Данные об отношении долга к ВВП взяты из статистического источника ФРС США (*Federal debt: Total public debt as percent of gross domestic product (GFDEGDQ188S)*). Federal Reserve Bank of St. Louis, 2024. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEGDQ188S>.

² *Bhutan: Responsive COVID-19 Vaccines for Recovery Project under the Asia Pacific Vaccine Access Facility*. Asian Development Bank (ADB), 2024. URL: <https://www.adb.org/projects/documents/bhu-55083-001-rrp>.

релевантных для похожего кризисного периода, что создает проблему валидности самой модели при использовании оценок ее параметров, полученных с помощью докризисных данных.

Таблица 1

Основные уроки кризисов последних лет для макроэкономического моделирования

Класс моделей	Особенности развития в постпандемийное время	Ссылки на источники
Модели прогнозирования	— активное использование априорной информации и экспертного мнения, сценарный прогноз; — учет дополнительной информации из оперативных баз данных; — модели с данными смешанной частоты; — модели с меняющимися во времени параметрами; — учет математической теории хаоса	[Ho, 2023], [Lenza, Primiceri, 2020], [Carriero et al., 2022], [Granados, Parra-Amado, 2024], [Primiceri, Tambalotti, 2020], [Koop et al., 2021], [Aaronsen et al., 2020], [Larson, Sinclair, 2022], [Лаврикова и др., 2023], [Açikalin, Erçetin, 2022], [Archer et al., 2022]
Динамические модели общего равновесия	— учет гетерогенностей и межотраслевой структуры; — рассмотрение комбинации шоков	[Ravenna, Walsh, 2022], [Woodford, 2022], [Baqae, Farhi, 2022], [Cox et al., 2024], [Alvarez et al., 2021], [Eichenbaum et al., 2021], [Engler et al., 2020], [Chan, 2022], [Faria-e-Castro, 2021], [Bulir et al., 2021], [Garcia et al., 2023], [Bartocci, Notarpietro, Pisani, 2021], [Ferroni et al., 2022], [Faria-e-Castro, 2021], [Guerrieri et al., 2022], [Baqae, Farhi, 2022], [Corrado et al., 2021]
Статические модели общего равновесия	пересмотр оценок параметров модели на основе данных, отражающих изменившуюся структуру экономики	Обзор работ в [Arriola, Kowalski, van Tongeren, 2022]
Модели анализа устойчивости бюджетной сферы	ориентированность на многосторонний сценарный анализ, учитывающий высокую долю неопределенности и высокие значения государственного долга	[Bernardo et al., 2024], [Della Posta et al., 2022], [Asian Development Bank (ADB), 2024]

Источник: составлено авторами.

К вариантам решения возникших сложностей можно отнести ориентацию в большей степени на сценарный анализ, где особое внимание уделяется формулировке предположений, на которых базируется модель, а также оценка моделей на данных со смешанной частотой или с меняющимися во времени параметрами. Кроме того, в научных публикациях можно выделить развитие альтернативных подходов моделирования с учетом дополнительного математического аппарата. Например, внедрение в существующие модели прогнозирования распространения инфекционного заболевания (SIR-модель), а также математической теории хаоса.

В качестве одной из основных особенностей моделирования, которая, как можно предположить, сохранится и в будущем, является учет различного рода гетерогенностей как производственного сектора, так и домохозяйств. При этом стоит отметить, что мировая экономика относительно недавно стала выходить из кризиса, вызванного коронавирусной инфекцией, и на данный момент сложно очертить полный круг изменений, которые будут отражены в модельном аппарате в постпандемийное время. Важно также учитывать, что действительность сталкивает исследователей с новыми вызовами, которые в ближайшем будущем окажут влияние на развитие аппарата макроэкономического моделирования.

Список источников / References

1. Лаврикова Ю. Г., Бучинская О. Н., Мыслякова Ю. Г. Теория хаоса: расширение границ экономических исследований // *AlterEconomics*. 2023. Т. 20. № 1. С. 79–109. [https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2023.20-1.5/Lavrikova.Y.G.,Buchinskaya.O.N.,Myslyakova.Y.G.\(2023\).ChaosTheory:ExpandingtheBoundariesofEconomicResearch.AlterEconomics,20\(1\),79-109.https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2023.20-1.5](https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2023.20-1.5/Lavrikova.Y.G.,Buchinskaya.O.N.,Myslyakova.Y.G.(2023).ChaosTheory:ExpandingtheBoundariesofEconomicResearch.AlterEconomics,20(1),79-109.https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2023.20-1.5).
2. Aaronson D. et al. (2020). Using the Eye of the Storm to Predict the Wave of Covid-19 UI Claims. Federal Reserve Bank of Chicago. <https://doi.org/10.21033/wp-2020-10>.
3. Alvarez F., Argente D., Lippi F. (2021). A Simple Planning Problem for COVID-19 Lock-down, Testing, and Tracing. *American Economic Review: Insights*, 3 (3), 367–382. <https://doi.org/10.1257/aeri.20200201>.
4. Archer D., Galstyan M., Laxton D. (2022). FPAS Mark II: Avoiding Dark Corners and Eliminating the Folly in Baselines and Local Approximations. *CBA Working Paper*, October 13.
5. Arriola C., Kowalski P. P., van Tongeren F. (2022). Understanding structural effects of COVID-19 on the global economy: first steps. *OECD Trade Policy Papers*, 6 May.
6. Açıkalın Ş. N., Erçetin Ş. Ş. (2022). Understanding COVID-19 with Chaos Theory: Dynamics and Implications for Societies. In *Beyond COVID-19: Multidisciplinary Approaches and Outcomes on Diverse Fields*. P. 1–18. http://dx.doi.org/10.1142/9781800611450_0001.
7. Baqaee D., Farhi E. (2022). Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the COVID-19 Crisis. *American Economic Review*, 112 (5), 1397–1436.
8. Bartocci A., Notarpietro A., Pisani M. (2021). COVID-19 Shock And Fiscal-Monetary Policy Mix. In *A Monetary Union. Rome: Economic Challenges for Europe after the Pandemic: Proceedings of the XXII Villa Mondragone International Economic Seminar*, 233–266.
9. Baumol W. J., Benhabib J. (1989). Chaos: Significance, Mechanism, and Economic Applications. *Journal of economic perspectives*, 3 (1), 77–105.
10. Bernardo S., Vasconcelos M. L., Rocha F. (2024). The Widening of the North–South Divide: Debt Sustainability in a World Weakened by COVID-19. *Economies*, 12 (2), 42.
11. Bulir A. et al. (2021). Using Macroeconomic Frameworks to Analyze the Impact of COVID-19: An Application to Colombia and Cambodia. *International Monetary Fund*, 2021/001.
12. Cardani R. et al. (2022). The Euro Area’s Pandemic Recession: a DSGE-based Interpretation. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 143, 104512.
13. Carriero A. et al. (2024). Addressing COVID-19 Outliers in BVARs with Stochastic Volatility. *Review of Economics and Statistics*, 106 (5), 1–38.
14. Chan Y. T. (2022). The Macroeconomic Impacts of the COVID-19 Pandemic: A SIR-DSGE model approach. *China Economic Review*, 71, 101725.
15. Corrado L. et al. (2021). Modelling and Estimating Large Macroeconomic Shocks During the Pandemic. Aarhus University, Department of Economics and Business Economics.
16. Cox L. et al. (2024). Optimal Monetary and Fiscal Policies in Disaggregated Economies. *NBER Working Paper*, w32914.
17. Della Posta P., Marelli E., Signorelli M. (2022). COVID-19, Economic Policies and Public Debt Sustainability in Italy. *Sustainability*, 14 (8), 4691.
18. Dixon P. et al. (2010). Effects on the US of an H1N1 Epidemic: Analysis with a Quarterly CGE Model. *Journal of Homeland Security and Emergency Management*, 7 (1).
19. Eichenbaum M. S., Rebelo S., Trabandt M. (2021). The Macroeconomics of Epidemics. *The Review of Financial Studies*, 34 (11), 5149–5187.
20. Engle R. F. (1982). Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, 50 (4), 987–1007.
21. Engler P. et al. (2020). The Great Lockdown: International Risk Sharing Through Trade and Policy Coordination. *IMF Working Paper*, 2020/242.
22. Faria-e-Castro M. (2021). Fiscal Policy During a Pandemic. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 125, 104088. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jedc.2021.104088>.
23. Ferroni F., Fisher J.D.M., Melosi L. (2022). Unusual Shocks in Our Usual Models. Working Paper WP 2022-39, Federal Reserve Bank of Chicago. <https://doi.org/10.21033/wp-2022-39>.
24. Garcia P. et al. (2023). Global Models for a Global Pandemic: the Impact of COVID-19 on Small Euro Area Economies. *Journal of Macroeconomics*, 77, 103551. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2023.103551>.
25. Gomes S., Jacquinot P., Pisani M. (2012). The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area. *Economic Modelling*, 29 (5), 1686–1714.
26. Granados C., Parra-Amado D. (2024). Estimating the Output Gap after COVID: How to Address Unprecedented Macroeconomic Variations. *Economic Modelling*, 135, 106711.
27. Guerrieri V. et al. (2022). Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages? *American Economic Review*, 112 (5), 1437–1474.
28. Ho P. (2023). Forecasting in the Absence of Precedent. *Journal of Economic Surveys*, 37 (3), 1033–1058. <https://doi.org/10.1111/joes.12526>.

29. Jacquier E., Polson N. G., Rossi P. E. (2004). Bayesian Analysis of Stochastic Volatility Models With Fat-Tails and Correlated Errors. *Journal of Econometrics*, 122 (1), 185–212.
30. Kermack W. O., McKendrick A. G. (1927). A Contribution to the Mathematical theory of Epidemics. Proceedings of the royal society of london. Series A. Containing papers of a mathematical and physical character, 700–721.
31. Koop G. et al. (2021). Nowcasting 'True' Monthly US GDP During the Pandemic. *National Institute Economic Review*, 256, 44–70. <https://doi.org/10.1017/nie.2021.8>.
32. Larson W., Sinclair T. M. (2022). Nowcasting Unemployment Insurance Claims in the Time of COVID-19. *International Journal of Forecasting*, 38 (2), 635–647. <https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2021.01.001>.
33. Lenza M., Primiceri G. E. (2020). How to Estimate a VAR after March 2020. *NBER Working Paper w27771*. <https://doi.org/10.3386/w27771>.
34. Prager F., Wei D., Rose A. (2017). Total Economic Consequences of an Influenza Outbreak in the United States. *Risk Analysis*, 37 (1), 4–19.
35. Primiceri G. E., Tambalotti A. (2020). Macroeconomic Forecasting in the Time of COVID-19. Manuscript, Northwestern University, 1–23.
36. Ravenna F., Walsh C. E. (2022). Worker Heterogeneity, Selection, And Unemployment Dynamics in a Pandemic. *Journal of Money, Credit and Banking*, 54 (S1), 113–155. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12899>.
37. Schorfheide F., Song D. (2015). Real-time Forecasting with a Mixed-Frequency VAR. *Journal of Business & Economic Statistics*, 33 (3), 366–380.
38. Stock J. H., Watson M. W. (2016). Core Inflation and Trend Inflation. *Review of Economics and Statistics*, 98 (4), 770–784.
39. Woodford M. (2022). Effective Demand Failures and the Limits of Monetary Stabilization Policy. *American Economic Review*, 112 (5), 1475–1521.

Информация об авторах

Антон Игоревич Вотинов, научный сотрудник Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

Юлия Александровна Польщикова, научный сотрудник Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва; аспирант Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Москва

Нерсисян Карен Армоевич, научный сотрудник Института экономики имени М. Котаняна НАН Республики Армения, г. Ереван

Information about the authors

Anton I. Votinov, Researcher, Macroeconomic Research Centre, Financial Research Institute, Moscow

Julia A. Polshchikova, Researcher, Macroeconomic Research Centre, Financial Research Institute, Moscow; HSE University, Moscow

Karen A. Nersisyan, Researcher, Institute of Economics after M. Kotanyan of NAS RA, Yerevan

Статья поступила в редакцию 20.11.2024
Одобрена после рецензирования 09.01.2025
Принята к публикации 07.02.2025

The article submitted November 20, 2024
Approved after reviewing January 9, 2025
Accepted for publication February 7, 2025

Экономические основы рациональности и эффективности государственных субсидий коммерческим организациям

Игорь Константинович Ключников

E-mail: igorkl@list.ru, ORCID: 0000-0002-6132-6632

Международный банковский институт имени Анатолия Собчака,
г. Санкт-Петербург, Российская Федерация

Татьяна Васильевна Саакян

E-mail: Tatyana.Saakyan@minfin.gov.ru, ORCID: 0000-0002-1801-8693

Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России,
г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Предмет. Рациональность и эффективность бюджетирования расходов на предоставление субсидий из федерального бюджета или бюджета субъекта Российской Федерации коммерческим организациям.

Цель. Определить научно обоснованную систему оценки рациональности и эффективности государственного субсидирования коммерческих организаций.

Результат. Обоснована взаимосвязь между рациональностью и эффективностью в процессе бюджетирования субсидий. Определение логики концептуальных обоснований рациональности бюджетирования субсидий и эффективности их предоставления как единого процесса позволило открыть новое исследовательское пространство для моделирования и изучения результативности воздействия субсидий как на коммерческие организации, так и на бюджет. Проанализированы схемы взаимодействия государства с коммерческими организациями. Рассмотрены принципы рациональности и эффективности неоклассической экономической теории.

Выводы. Научные представления о рациональности и эффективности бюджетирования субсидий меняются в ходе развития теории, хозяйственных преобразований и уточнения целей развития. Разработаны модельные конструкции использования субсидий после их получения из бюджета, которые позволяют перейти к оценке рациональности и эффективности воздействия субсидий на коммерческие организации.

Ключевые слова: субсидии, рациональность, эффективность, бюджетирование, финансовая помощь

JEL: H21, H25

Для цитирования: Ключников И. К., Саакян Т. В. Экономические основы рациональности и эффективности государственных субсидий коммерческим организациям // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 1. С. 74–91. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-74-91>.

© Ключников И. К., Саакян Т. В., 2025

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-74-91>

Economic Foundations of Rationality and Efficiency of State Subsidies to Business Entities

Igor K. Klioutchnikov¹, Tatyana V. Saakyan²

¹ International Banking Institute named after Anatoly Sobchak, St. Petersburg, Russian Federation

² Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation

¹ igorkl@list.ru, <https://orcid.org/0000-0002-6132-6632>

² Tatyana.Saakyan@minfin.gov.ru, <https://orcid.org/0000-0002-1801-8693>

Abstract

Subject. Rationality and efficiency of budgeting state subsidies to business entities.

Objectives. To develop a science-based system for assessing the rationality and effectiveness of the process of state subsidization of business entities.

Results. The interrelation of rationality and efficiency of the process of budgeting subsidies to business entities is substantiated. Determination of the logic of conceptual justifications of rationality of subsidies budgeting and efficiency of their provision as a single process allowed to open a new research space for modeling and studying the effectiveness of the impact of subsidies both on business entities and on the budget. The schemes of interaction between the state and commercial organizations are analyzed. A modification of ideas about the principles of rationality and efficiency of neoclassical economic theory is proposed.

Conclusions. Scientific views on the rationality and efficiency of subsidy budgeting are changing in the process of theory development, economic transformations and clarification of development goals. Model constructions of subsidies movement after their provision from the budget are developed, which will allow us to move to the assessment of the rationality and efficiency of the impact of subsidies on commercial organizations.

Keywords: subsidies, rationality, effectiveness, budgeting, financial assistance

JEL: H21, H25

For citation: Klioutchnikov I.K., Saakyan T.V. (2025). Economic Foundations of Rationality and Efficiency of State Subsidies to Business Entities. *Financial Journal*, 17 (1), 74–91 (in Russ.).

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-74-91>.

© Klioutchnikov I.K., Saakyan T.V., 2025

ВВЕДЕНИЕ

Государственные субсидии играют важную роль в оптимизации хозяйственных структур и поддержке социально значимых производств. В условиях перестройки хозяйственных структур под воздействием геоэкономических изменений и санкций субсидии позволяют корректировать распределение ресурсов и эффективно реагировать на непредвиденные события. Тем самым они способствуют выравниванию развития отраслей, поддерживая социально значимые производства, и участвуют в реализации целей устойчивого развития.

Основной целью субсидии является изменение экономической деятельности и/или поведения хозяйствующих субъектов для достижения результата, который в наибольшей степени соответствует реализации текущих и/или стратегических задач государства. Предоставление субсидий основывается на принципах рациональности и эффективности, которые отражают концепцию социально-экономической справедливости.

Экономические аргументы в пользу предоставления государственных субсидий обычно делятся на три основные категории: компенсация различных несовершенств рынка; экономия от масштаба для повышения эффективности предоставления субсидий; достижение целей социальной политики, включая, например, поддержку отдельных слоев населения, изменение распределения доходов и увеличение или сохранение занятости.

Использование государственных субсидий для компенсации рыночных провалов позволяет акцентировать внимание на рациональности и эффективности как отраслевой и бюджетной политики, так и национальной экономики, которые можно достигнуть за счет данного инструмента. Теоретически субсидии способны компенсировать недостатки рынка путем изменения существующих структур стимулирования и дополнения их новыми звеньями. Кроме того, компенсационное свойство субсидий позволяет выборочно стимулировать прогресс и инновационное развитие страны, а также способствовать перестройке хозяйственных структур, повышать самообеспеченность и конкурентные позиции отечественного производства.

По данным Счетной палаты Российской Федерации¹, с 2019 по 2023 г. количество субсидий, выданных юридическим лицам (с учетом некоммерческих организаций) из федерального бюджета РФ, возросло с 474 до 666, объем бюджетных ассигнований на предоставление субсидий / кассовое исполнение соответствующих расходов за этот период увеличился с 920,4/856,0 до 2113,4/2081,4 млрд руб. Все это свидетельствует о высокой значимости рационального и эффективного распределения и использования субсидий.

ОБЗОР НАУЧНОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

В кейнсианских моделях общего равновесия государственные расходы рассматриваются как экзогенная переменная, а экономический рост — как эндогенная. Согласно модели, государственные расходы усиливают спрос на товары и услуги и таким образом способствуют экономическому росту. В этом плане субсидии разделяются на системные — постоянно стимулирующие экономику, и индивидуальные — оказывающие периодические значительные воздействия на хозяйственные отношения.

В кейнсианской системе координат рациональность определяет выбор на основе приоритетных вариантов в зависимости от веса каждого варианта и с учетом риска. Таким способом оптимизируется выбор фискальных инструментов, а также направлений и размеров помощи, стимулирующей рост. Других взглядов на роль государственных расходов в экономическом развитии придерживаются сторонники неоклассической макроэкономики (НКМ), выдвинутой в самом конце прошлого века в ходе критики кейнсианской модели роста. Так, Р. Барро, один из основателей НКМ, в 1995 г. показал, что чрезмерные государственные расходы могут сократить эффективность действия рыночных механизмов и вытеснить частные инвестиции, что может замедлить экономический рост [Barro, 2003]. Таким образом, сторонники НКМ осторожно относились к субсидиям и выбирали их для стимулирования роста лишь в исключительных случаях. Они полагали, что субсидии, как и другие фискальные и денежно-кредитные инструменты, больше подходят для устранения рыночных провалов и исправлений неблагоприятных для государства рыночных тенденций. В неоклассической экономике выбор фискальных инструментов для этих целей основан на рациональных подходах, согласно которым в основе выбора — ранжирование и определение максимально полезного варианта, способного устранить провал рынка или стимулировать рост.

¹ Заключение Счетной палаты Российской Федерации на отчет об исполнении федерального бюджета за 2023 год (утверждено Коллегией Счетной палаты Российской Федерации, протокол от 14 июня 2024 г. № 41К (1725). URL: <https://ach.gov.ru/audit/control/>.

В целом в системе принятия решений как кейнсианская, так и неоклассическая экономика на центральное место выдвигают рациональность. Однако кейнсианцы рациональность выбора как способ оптимизации воздействий фискальных инструментов на экономику выводят из ожидаемой полезности, а сторонники НКМ — из ограниченной рациональности. Таким образом, два противоположных взгляда на государственные расходы в целом и на финансовую помощь бизнесу в частности во многом определяют позиции исследователей и оценку рациональности и эффективности государственных субсидий коммерческим организациям.

В ряде работ обращается внимание на вопросы рациональности и эффективности субсидирования. При этом рациональность участников данного процесса считается залогом эффективности субсидии. Нормативное регулирование субсидирования рассматривается как институциональный механизм его рационализации [Boettke, Coyne, 2022]. В данном исследовании процесс субсидирования рассматривается преимущественно с позиции рационального выбора способа воздействия фискальных инструментов на экономику.

В условиях рыночной нестабильности возрастает значение адаптационных процессов в ходе субсидирования, что определяет развитие гибких и эффективных стратегий субсидирования [Lucas, 2024]. Интересным является исследование, в котором для определения наиболее эффективных стратегий государственных субсидий привлекают динамический эволюционный подход теории игр на основании различий между затратами и выгодами [Ding et al., 2022].

Нередко эффективность субсидий выводят из их воздействия на повышение эффективности в традиционных и развивающихся отраслях промышленности. Так, китайские ученые на основании эмпирических исследований определили решающую роль государственных субсидий в оптимизации промышленных структур, модернизации устаревших производственных мощностей и содействии производственной трансформации традиционных отраслей промышленности страны [Qi et al., 2023].

Исследователи обращают внимание на то, что теория корпоративных финансов оказала важное воздействие на процесс бюджетирования, поскольку она позволила рассматривать многие вопросы бюджетирования через систему «затраты — выпуск» [Harrison, Sharpe, 2024; Wang, 2023].

Целый ряд исследователей пытается выяснить роль доверия в обществе, а также лоббирования и коррупции при бюджетировании расходов и выделении адресной помощи бизнесу. В последнее время были опубликованы качественные обзоры литературы, в которых доверие в обществе рассматривается как основополагающее для легитимности государственных расходов [Dtvine, 2024]. Особенно значимой данная проблема стала при организации адресной помощи бизнесу во время финансового кризиса [Haugsgjerd, 2018] и пандемии коронавируса [Roth et al., 2022], а также при стимулировании экономического роста [Moze, 2024]. Имеется значительное число эмпирических исследований, в которых анализируется воздействие лоббирования и коррупции на распределение государственных расходов и исполнение бюджета, особенно в ходе адресной финансовой помощи [Moschovis, 2010].

В настоящее время во многих странах пересматриваются позиции государственной помощи коммерческим организациям в экономической политике и системе регулирования хозяйства. С одной стороны, внимание обращается на место субсидий в системе государственного регулирования экономического роста. С другой стороны, уточняется специфика действия инструментов и механизмов воздействия государства на экономику. При этом нередко в бюджетировании выделяют особый подраздел, связанный с процессом предоставления финансовой поддержки, обращая особое внимание на вопросы повышения эффективности этого процесса [Ipek, 2018].

Под особым прицелом исследователей находятся вопросы, относящиеся к организации и оценке эффективности адресной поддержки. Многие исследователи обращают внимание на помощь предприятиям добывающей промышленности [Okorie, Wesseh, 2024], фермерам [Mamun, 2024], компаниям, занятым в инновационной деятельности [Bland et al., 2023] и повышающим конкурентные позиции страны на международной арене [Cima, Esty, 2024]. Специалисты активно интересуются возможным воздействием субсидий на ускорение энергетического перехода национального хозяйства, сокращение выбросов парниковых газов (ПГ) [Wei et al., 2024] и повышение устойчивости окружающей среды [Cai et al., 2024]. Рассматривается также государственная поддержка цифровизации экономики через механизм субсидирования [Wan, Ding, 2024; Chen et al., 2023; Liand, Li, 2023].

Во многих работах бюджетирование рассматривается с точки зрения процессов и процедур [Momen et al., 2019], под углом зрения соблюдения юридических норм [Raghunandan, 2024] и с учетом политических интересов [Shawe, 2023]. При этом отмечается, что бюджетирование происходит в социально-экономической и политической среде и отражает её изменения. Поэтому исследователи внимательно изучают политические изменения, а также ход обсуждения законодательными органами результатов бюджетирования [Kim et al., 2021]. Поскольку данный процесс имеет рутинно-циклический характер, многие ученые обращают внимание на технический подтекст бюджетирования [Hemming, 2013].

Специалисты Международного валютного фонда эффективность системы бюджетирования ставят в зависимость от эффективности взаимодействия министерства финансов с другими министерствами и ведомствами [Robinson, Brumby, 2005] (в контексте бюджетного законодательства Российской Федерации такое взаимодействие соотносится с термином «организация бюджетного процесса», и соответствующая зависимость «эффективность организации бюджетного процесса — эффективность планирования расходов на предоставление субсидий», по мнению авторов, не может подвергаться сомнению). При этом рассматривают не только универсальные принципы и условия эффективности бюджетирования, но и специфические стороны и особые подходы к бюджетированию, которые соответствуют конкретным категориям государственных услуг и бюджетных расходов, прежде всего направленных на поддержание общественных благ.

В одном из последних обстоятельных и комплексных исследований теории и практики государственного бюджетирования, отражающем преобладающий на Западе подход к данному процессу [Khan, 2024], субсидии бизнесу показаны в системе рационализации капитала и распределения бюджета. При этом обращено внимание на сложности, которые возникают в силу несоответствия объема затрат, связанных с поддержкой проектов, программ и мероприятий, и наличия ресурсов, что делает бюджетное распределение сложной задачей. Для снижения противоречий и сложностей бюджетирования рассматриваются вопросы нормирования, ранжирования, оценки приоритетности затрат и конкурентирования проектов. Представляется, что применение данных подходов при бюджетировании субсидий максимизирует эффективность предоставления субсидий с точки зрения принципа эффективности, установленного бюджетным законодательством Российской Федерации.

Появился целый ряд работ, в которых рассматривались история становления и развития государственной помощи и особенности её организации в разных странах. В результате были раскрыты формы и принципы [Исманов, 2024], эффективность использования государственных субсидий [Михайлюк, 2009], а также уточнены условия и роль государственной помощи в социально-экономическом развитии [Сидоренко, Ильина, 2018].

Особенно интересовали исследователей субсидии в энергетической сфере [Калинин, Самохвалов, 2020] и сельскохозяйственном производстве [Кагермазов и др., 2017].

Эти две сферы имеют ключевое значение для нашей страны, что объясняет повышенный интерес к ним. Исследователи обращают внимание на вопросы, связанные с теоретическим обоснованием [Ключников, Саакян, 2024] и методологией распределения субсидий [Чекунов, 2023], оценкой эффективности государственной поддержки [Коваленко и др., 2022] и методами государственной поддержки [Самарина, 2021]. Субсидии на компенсацию роста цен на энергию и ископаемые виды топлива, а также продовольственные и сельскохозяйственные субсидии рассматриваются как важные фискальные инструменты, а также изучаются в контексте общего равновесия и в рамках системы безопасности [Чепель, 2023; Шайтура и др., 2022; Ginn, 2024; Hummel, Zieseimer, 2023].

Многие специалисты обращают внимание на условия и подходы предоставления государственных субсидий реальному сектору [Киреева и др., 2020], на социально-экономическое назначение и последствия бюджетной деятельности по предоставлению субсидий коммерческим организациям, а также на специфику планирования и отбора получателей субсидий [Саакян, 2023]. Многие авторы использовали принцип рационального распределения бюджетных средств в качестве базового условия бюджетирования, а также выбора формы, направления и размера государственной помощи [Яковлева, 2023; Конопляник и Сергушенкова, 2024].

В то же время отечественные исследователи активизировали изучение вопросов, связанных с оценкой эффективности бюджетных расходов [Афанасьев, Голованова, 2016] и государственной помощи хозяйствующим субъектам, а также с юридическим обоснованием [Мардасова, 2024] и взаимодействием государственных и частных интересов в ходе предоставления субсидий [Поветкина, Леднева, 2023]. При этом в понятие «эффективность бюджетных расходов» включают достаточно широкий набор компонентов (например, техническую и аллокационную эффективность) и характеристик (экономических и неэкономических). К экономическим характеристикам относят, например, экономичность и результативность, а к неэкономическим — социальную и экологическую эффективность [Ступникова, 2022; Афанасьев, Голованова, 2016; Tang et al., 2024].

Во многих работах рассматриваются концепции, основные подходы и практика определения эффективности бюджетных расходов, а также процесс выделения и использования субсидий [Ключников, Саакян, 2024; Рассоха, 2024; Либерман, 2017; Афанасьев, Голованова, 2016; Соколов, 2014]. Специалисты обращают внимание на связь эффективности бюджетных расходов с бюджетной и макроэкономической устойчивостью, экономическим ростом и инклюзивным развитием [Астапов и др., 2020]. Исследователи отмечают, что последние три года повышается значение субсидий и инвестиций федерального бюджета в системе государственной поддержки инвестиционной активности и устойчивого развития [Фирсова, 2024].

В ряде исследований эффективность субсидирования связывается с наращиванием финансового и налогового потенциала коммерческих организаций, а также созданием условий для последующего перехода к окупаемости затрат на предоставление субсидий [Морозова, 2022; Либерман, 2017]. В связи с этим эффективность бюджетных расходов рассматривается с позиции экономической рациональности поведения, направленного на получение результатов [Тамбовцев, Рождественская, 2021]. В свою очередь рациональность использования бюджетных средств анализируется с точки зрения результатов в системе «затраты — результат». При этом учитываются причинно-следственные связи в цепочке «эффективность распределения бюджетных ресурсов, рациональность и результативность».

Эмпирический анализ результативности бюджетных субсидий в обрабатывающей промышленности позволил выявить их неоднозначное воздействие на динамику и структуру индустриального развития регионов [Коровин, 2024]. В результате исследования выяснено,

что при эффективном бюджетном распределении ресурсов у получателей субсидий в ряде случаев понижалась инвестиционная активность, что вело к искажениям рыночных механизмов, сдерживанию регионального развития. При этом результативность субсидий оценивалась исходя из «общих затрат государства», относящихся к программам развития промышленности.

Бюджетный кодекс Российской Федерации (БК РФ) среди принципов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации выделяет принцип эффективности использования бюджетных средств (ст. 34), который раскрывается через проявление экономности и обеспечение результативности как при составлении, так и при исполнении бюджетов. Термин «результативность» кратко характеризуется достижением лучших из возможных результатов при использовании определенного бюджетом объема средств. Однако при определении эффективности и результативности предоставления субсидий применение данной формулировки исключает влияние на соответствующие показатели деятельности самих получателей субсидий и ограничивается оптимальным выбором участниками бюджетного процесса предметов и объектов субсидирования.

Следование принципу рациональности при осуществлении бюджетного процесса среди законодательных требований не содержится. Во многом это связано с тем, что формирование доходов и осуществление расходов бюджета обусловлено необходимостью реализации внешней и внутренней государственной политики, а предметом БК РФ не является выбор лучшего среди альтернативных вариантов ресурсного обеспечения достижения национальной цели. Перефразируя слова американского ученого-экономиста, лауреата Нобелевской премии (2013 г.) Роберта Джеймса Шиллера², можно сказать, что бюджетные средства не несут в себе никаких целей, они существуют для того, чтобы способствовать достижению других целей.

Вместе с тем, по мнению авторов, в широком смысле принцип рациональности означает, что при наличии нескольких вариантов достижения цели национального развития государство вправе выбрать только лучший из них с точки зрения полноты ее достижения и возможностей по привлечению для этого ресурсов. В узком смысле в контексте предмета настоящей статьи принцип рациональности государственных субсидий означает, что субсидии предоставляются коммерческим организациям, только если они являются лучшим способом достижения национальной цели. При этом принцип рациональности государственных субсидий допускает некоторую долю (согласно степени ограниченности ресурсов) снижения экономности использования бюджетных средств, особенно в кратко- и среднесрочном периодах, для повышения результативности их предоставления и достижения цели национального развития, а принцип эффективности использования бюджетных средств не предполагает жертвы со стороны экономности — он диктует необходимость поиска баланса между экономностью и результативностью.

Мировая практика свидетельствует, что новые цифровые технологии могут успешно применяться при бюджетировании субсидий, особенно социально и экологически значимых. Например, в США с 2019 г. технология распределенного реестра стала применяться для предоставления федеральных выплат и социальных пособий, а с 2020 г. — для выдачи федеральных грантов и субсидий. С ее помощью обеспечивался контроль за движением бюджетных ресурсов. По мнению специалистов, данная технология позволяет включать механизмы государственного надзора за всем процессом бюджетирования и последующего движения субсидий. При этом она способствует соблюдению адресности, сохранению прозрачности и обеспечению централизованного контроля за движением денежных средств [Youvan, 2024]. В настоящее время в ряде стран (США, Саудовской Аравии

² Шиллер Р. Финансы и идеальное государство // Экономическая социология. 2014. № 1. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/finansy-i-idealnoe-gosudarstvo>.

и Германии) в тестовом режиме проверяется система субсидирования на основе смарт-контрактов. Предполагается, что такая система позволит решить некоторые проблемы традиционного механизма распределения бюджетных средств (прежде всего, соблюдение адресного и целевого использования).

В нашей стране проводится большая работа по совершенствованию публичности и повышению результативности государственной поддержки экономики. В настоящее время создана система, обеспечивающая открытость и доступность информации о предоставлении субсидий из всех бюджетов бюджетной системы РФ, сформировано новое нормативно-правовое регулирование отбора получателей субсидий, создана система мониторинга результатов субсидирования. Кроме того, в БК РФ включены принципы унификации и стандартизации предоставления субсидий, открыт для использования единый портал государственной поддержки с реестром субсидий в системе ГИИС «Электронный бюджет».

Результативность государственной помощи во многом зависит от понимания причинно-следственных связей, а также надежности механизма принятия решений и четкости его работы. В последнее время достигнуты значительные успехи в понимании этого механизма и создании условий для эффективного его функционирования. Тем не менее вопросы рациональности принимаемых решений и эффективности связанных с этим процессов еще недостаточно раскрыты. Между тем от их понимания во многом зависит общая эффективность бюджетирования и государственной финансовой помощи коммерческим организациям.

РАЦИОНАЛЬНОСТЬ КАК ПРИНЦИП ПРОЦЕССА СУБСИДИРОВАНИЯ

По мнению зарубежных исследователей, рациональность становится институциональным фундаментом бюджетной системы [Lienert, 2013]. На основе рациональности готовятся решения о выделении финансовой помощи коммерческим организациям. В целом рациональность и механизм ее реализации определяют структуру, а также процесс и результат решений, относящихся к предоставлению указанной финансовой помощи. Поскольку бюджетирование построено на рациональных действиях, анализ рациональности позволяет полнее оценить результативность данного процесса. Концептуализация данного явления дает возможность ввести определенные онтологические представления в бюджетный процесс, связанный с субсидированием.

Рациональность имеет циклический характер действия. Так, в фазе перегрева экономики, так же как и в фазе кризиса, рациональность может снижаться. Интерес к рациональности возрастает по мере усложнения решаемых задач, расширения и изменения направлений финансовой помощи.

Высокий уровень рациональности бюджетирования может оказать воздействие на повышение общехозяйственной рациональности. Реализация рациональности в каждой адресной помощи хозяйству (микроуровень) отражается также на рациональности всего национального хозяйства (макроуровень). Положительный опыт рациональности в отношении конкретного хозяйствующего субъекта может быть применен по отношению ко всей системе государственной финансовой помощи хозяйству, то есть причинно-следственные связи могут двигаться от рациональности на микроуровне к общей бюджетной и общехозяйственной рациональности (макроуровень).

Известно, что процесс бюджетирования включает вопросы выбора, ранжирования и приоритетности. В данной системе координат нормирование отвечает за упорядочивание конкурирующих заявок. В целом в бюджетном процессе нормирование ресурсов в адресные проекты можно рассматривать как своеобразное «альтер эго» невидимой руки рынка. Рациональное распределение бюджетных средств и частных ресурсов на рынке

основано на одних и тех же принципах. Однако в бюджетном процессе данные принципы действуют через нормы и правила, которые в России законодательно закреплены в БК РФ, а на рынке они действуют как тенденция, которая самореализуется через систему рыночной самоорганизации.

Профессор Техасского технологического университета (США) А. Хан выдвинул интересное положение о взаимодействии и необходимости сочетания рационалирования распределения бюджета и рационалирования распределения частного капитала [Khan, 2024]. При этом он предложил перейти к системе нормирования капитала как рыночно-государственного процесса, его ранжирования по приоритетности и конкурентности проектов, для реализации которых предусматривается государственная поддержка из бюджета. В ходе соревнования различных вариантов распределения ресурсов субсидирование позволяет проводить корректировки, усиливать приоритетность и выбирать те варианты, которые полнее соответствуют государственным интересам.

Финансовая теория постулировала бюджетирование как процесс, оптимизирующий взаимодействие расходов бюджета и создающий условия для равновесия бюджетной системы. Однако отсутствие одномерности показателей в системе бюджетирования препятствует формированию универсального концептуального понимания рационалирования бюджетных расходов в части адресной помощи коммерческим организациям как реляционной концепции, которая управляет процессом выбора субъектов и объектов, а также взаимодействием между ними и различными направлениями расходов бюджета. В то же время данное обстоятельство не препятствует разработке общих принципов рациональности и оценке эффективности их действия в данной сфере.

В целом рациональность в моделях принятия решений о предоставлении государственных субсидий коммерческим организациям обычно относится к процессу принятия логического и объективного выбора в рамках действующих норм и правил, регламентирующих процедуру субсидирования, с учетом всей имеющейся информации и анализа потенциальных результатов.

Рациональность и эффективность

Подход к исследованию отношения рациональности к эффективности менялся — от фонового условия к базовому условию эффективности. Одновременно наблюдались структурные изменения как рациональности, так и эффективности. Эти изменения корреспондируются с подвижками в системе бюджетирования и с эволюцией помощи различным сферам деятельности. Кроме того, на рациональность и эффективность могут оказывать шоковое воздействие различные непредвиденные обстоятельства, вызванные, например, геополитическими изменениями, экономическими и природными катаклизмами. Так, в ходе финансового кризиса и пандемии рациональность реализовывалась через финансовую поддержку системных банков и предприятий. В период усиления неопределенности и экономических сжатий чрезвычайно важно было поддерживать экономическую и социальную сферы, чтобы после кризиса быстрее вернуться к нормальному функционированию национального хозяйства.

Рациональность предопределяет эффективность. Так, при нарушениях в рациональности эффективность расходов бюджета может сокращаться. Динамику рациональности государственной поддержки можно определить через динамику ее эффективности. Положительная результативность финансовой помощи коммерческим организациям свидетельствует о рациональности бюджетирования и решений о выделении ресурсов.

В последней трети прошлого века всеобщее признание получила гипотеза рыночной эффективности, которая определяет как состояние рынка, так и процесс оптимизации при информационном его насыщении. Данную теоретическую конструкцию при соответствующих корректировке и настройке можно предложить для использования в бюджетном

процессе. В таком случае эффективный бюджетный процесс, связанный с предоставлением финансовой помощи коммерческим организациям, учитывает всю имеющуюся информацию относительно предоставления субсидии, включая состояние получателя и его окружения, задачи, которые решаются посредством выделенных ресурсов, уровень других расходов бюджета.

Предоставление помощи основано на прошлой информации и текущих задачах бюджетной политики. Однако после выделения ресурсов возможно появление новой информации, которая может повлиять на деятельность и состояние получателя субсидии. Поэтому необходим мониторинг процессов, связанных с выполнением обязательств получателя субсидий (изменения внутренних и внешних условий и факторов, воздействующих на данный процесс). Мониторинг непосредственно связан с контролем за достижением результатов и эффективностью использования предоставленных средств.

Для успешного применения принципов эффективности к процессу субсидирования государством коммерческих организаций необходимо определить некие реперные точки финансирования и оценки их деятельности. При этом следует опираться не на строгие критерии, а на базовые понятия, которые могут стать основами нормативной модели государственной субсидии с позиции социально-экономической ее полезности.

Механизм воздействия государственных субсидий на экономическую эффективность коммерческих организаций и доходную часть бюджетов бюджетной системы Российской Федерации

Государственные субсидии могут способствовать повышению эффективности работы коммерческих организаций. Механизм влияния распространяется по двум основным каналам. Первый канал направлен на устранение финансовых ограничений для оперативной деятельности, второй — на устранение инвестиционных ограничений.

Первый канал. Поскольку субсидии предоставляются коммерческим организациям из бюджета, полученные финансовые ресурсы могут напрямую устранять или смягчать финансовые ограничения хозяйствующих субъектов. Тем самым субсидии стимулируют развитие различных сфер экономики за счет повышения операционной эффективности коммерческих организаций.

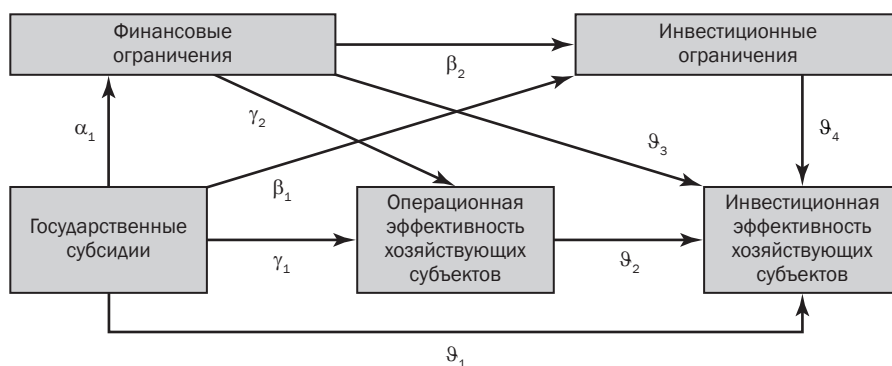
Второй канал. Посредством направления субсидий на инвестиционные цели решаются перспективные задачи хозяйствующих субъектов и снимаются инвестиционные ограничения, вызванные недостаточностью финансовых ресурсов для капитальных вложений. Тем самым субсидии стимулируют обновление производственных фондов, внедрение прогрессивных технологий и становление новых производств.

Механизм воздействия государственных субсидий на операционную и инвестиционную эффективность коммерческих организаций показан на рис. 1. Направление стрелок на диаграмме определяет направление механизма воздействия на операционную (y_1 и y_2) и инвестиционную эффективность коммерческой организации (ϑ_1 , ϑ_2 , ϑ_3 и ϑ_4). Общее влияние государственных субсидий на эффективность работы коммерческой организации ($E_{\text{общ}it}$) можно выразить следующим образом:

$$E_{\text{общ}it} = E_{\text{опер}it} + E_{\text{инв}it}, \quad (1)$$

где $E_{\text{опер}it} = y_1 + a_1 y_2$ — операционная эффективность и $E_{\text{инв}it} = \vartheta_1 + y_1 \vartheta_2 + a_1 \vartheta_3 + \beta_1 \vartheta_4 + a_1 \beta_2 \vartheta_4$ — инвестиционная эффективность; прямые эффекты на операционную эффективность — y_1 и инвестиционную эффективность — ϑ_1 ; опосредованные (косвенные) эффекты на операционную эффективность — $a_1 y_2$ и на инвестиционную эффективность — $y_1 \vartheta_2 + a_1 \vartheta_3 + \beta_1 \vartheta_4 + a_1 \beta_2 \vartheta_4$.

Схема воздействия государственных субсидий на операционную и инвестиционную эффективность коммерческих организаций



Источник: рисунок И. К. Ключникова.

Эффективность субсидий можно определить, выяснив взаимосвязь государственной помощи, денежных ограничений и рыночной силы коммерческой организации. Для измерения рыночной силы организации и интенсивности конкуренции можно рассчитать маржу между ценой предоставляемых услуг и предельными издержками их производства к цене, также известную как индекс Лернера: $L_t = (P_t - MC_t) / P_t$, где L – коэффициент Лернера, P – цена, MC – предельные издержки, t – время. Этот индекс оценивает рыночную силу в отрасли или регионе с точки зрения ценообразования и предельных затрат.

С целью определения дефицита ресурсов для операционной и инвестиционной эффективности коммерческой организации можно использовать показатель расстояния между требуемыми для эффективного функционирования организации ресурсами и фактически имеющимися:

$$\text{Расстояние}_i = \frac{E_{\text{общ}_i}}{\max_{i \in j}(E_{\text{общ}_i})} \tag{2}$$

где $\text{Расстояние}_i \in [0,1]$.

Государственная поддержка коммерческой организации может быть эффективной только в том случае, если она освобождает организацию от денежного ограничения, что позволяет ей продолжать эффективно функционировать. Когда это ограничение не является социально-экономически оправданным, то государственная помощь не выполняет своих задач. Поэтому ожидается, что субсидия положительно повлияет на рост производительности или на сохранение рентабельности организации на приемлемом уровне, и это позволит ей выполнять необходимые для общества социально-экономические или природоохранные функции. Установить взаимосвязь между созданием условий для эффективной деятельности организации и государственной поддержкой можно с помощью следующей регрессии:

$$E_{\text{общ}_{it}} = \mu_0 + \mu_1 \text{Суб}_{it} + \sigma_i + \sigma_t + \varepsilon_{it}, \tag{3}$$

где Суб – субсидии коммерческой организации, σ_i и σ_t – соответственно коммерческие организации и время фиксированного эффекта. Эффекты организации учитывают ненаблюдаемую неоднородность, которая постоянна с течением времени, в то время

как временные эффекты учитывают шоки спроса и предложения, общие для всех коммерческих организаций.

Повышение операционной и инвестиционной эффективности коммерческих организаций может увеличивать налоговые поступления в бюджеты, что в свою очередь повышает эффективность субсидий с позиции доходов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации (см. рис. 2) — эффективность субсидий, вытекающая из субсидирования коммерческих организаций с целью повышения операционной эффективности ($E_{\text{Волеп}}$) и эффективность субсидий, вытекающая из повышения инвестиционной эффективности ($E_{\text{Винв}}$).

Рисунок 2

Схема взаимодействия государства и коммерческих организаций в рамках государственной поддержки



Источник: рисунок Т. В. Саакян.

Предложенная схема влияния государственных субсидий на эффективность деятельности коммерческих организаций предполагает наличие у участников полной информации, что в идеале определяет рациональность их поведения. Таким образом происходит максимизация эффективности как процесса распределения субсидий, так и их использования коммерческими организациями. В реальных условиях возможны различные затруднения в данной системе, которые могут способствовать возникновению ограничений рациональности.

Существует много способов определения финансовых ограничений. При их измерении целесообразно учитывать общее состояние экономики, уровень процентной ставки, а для инвестиционных ограничений также и доступность «длинных денег» на фондовом рынке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье раскрывается сложная взаимосвязь между рациональностью и эффективностью в рамках предоставления государственных субсидий коммерческим организациям. Рассмотрены принципы рациональности и эффективности неоклассической экономической теории, приведена схема определения эффективности воздействия государственных субсидий как на операционную, так и на инвестиционную деятельность коммерческих организаций. Предложена также модель, отражающая как воздействие государства через субсидии на эффективность коммерческой организации, так и обратного воздействия коммерческой организации на доходы бюджетов после получения субсидии.

Государственные субсидии играют ключевую роль в содействии развитию предприятий ряда отраслей. Для полной реализации их потенциала необходимо создать научно обоснованную систему оценки рациональности и эффективности на всех этапах процесса

субсидирования — от выделения субсидии до контроля и анализа результатов субсидирования. Такой подход гарантирует эффективное использование государственных субсидий для поддержки нормального функционирования рыночных механизмов, трансформации экономики под воздействием политических, геоэкономических и климатических изменений.

Для максимизации влияния государственных субсидий крайне важно предусмотреть и нормативно закрепить обязательность установления соответствующих показателей эффективности и создания системы их оценки, позволяющей обеспечить объективные результаты влияния конкретной субсидии на развитие отрасли, а также введение системы последующих оценок и мониторинга достижения установленных показателей.

Мониторинг результативности предоставления субсидий на всех этапах бюджетного процесса — от принятия решения о предоставлении субсидии до ее использования — способствует эффективности государственных субсидий. Такой подход обеспечит беспристрастные результаты оценки, которые могут служить важными ориентирами для принятия решений и направления средств государственной поддержки в области, наиболее нуждающиеся в них, что принесет пользу как бизнесу, так и государству.

Список источников

1. Астапов К. Л., Мусаев Р. А., Малахов А. А. Оценка эффективности политики бюджетных расходов // Финансовый журнал. 2020. Т. 12. № 6. С. 9–24. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2020-6-9-24>.
2. Афанасьев Р. С., Голованова Н. В. Понятие эффективности бюджетных расходов: теория и законодательство // Финансовый журнал. 2016. № 1. С. 61–69.
3. Исманов Э. Принципы, формы и способы государственного регулирования аграрного сектора экономики // Наука. Образование. Техника. 2024. № 2. С. 163–168. <https://doi.org/10.54834/vi2.359>.
4. Кагермазов Ц. Б. и др. Государственная поддержка на службе развития сельского хозяйства // Аграрная Россия. 2017. № 1. <https://doi.org/10.30906/1999-5636-2017-1-36-41>.
5. Калинин А. М., Самохвалов В. А. Эффективность финансовой поддержки сельского хозяйства: общая оценка и межбюджетный эффект // Проблемы прогнозирования. 2020. № 5. С. 142–152.
6. Киреева А. В. и др. Обоснование условий и модификация подходов к предоставлению бюджетных субсидий реальному сектору. Москва: Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, 2020. С. 1–58. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3596191>.
7. Ключников И. К., Саакян Т. В. Государственные субсидии хозяйственным субъектам: подходы к концептуализации // Ученые записки Международного банковского института. 2024. № 4 (50). С. 125–150.
8. Коваленко Н. В. и др. Экономическая эффективность государственной поддержки промышленности (на примере отрасли машиностроения): оптимизационная модель // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. 2022. Т. 101. № 1. С. 18–40. <https://dx.doi.org/10.24866/2311-2271/2022-1/18-40>.
9. Конопляник Т. М., Сергушенкова В. Ю. Минимизация бюджетных рисков — очередной шаг к устойчивому развитию государственной системы // Управленческий учет. 2024. № 1 (1). С. 79–84.
10. Коровин Г. Б. Результативность государственной поддержки обрабатывающей промышленности в индустриальных регионах РФ // Экономика региона. 2021. Т. 17. Вып. 4. С. 1256–1269. <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2021-4-15>.
11. Либерман Т. И. Теоретические подходы к обоснованию эффективной системы бюджетных расходов // Финансовые исследования. 2017. № 2 (55). С. 56–62.
12. Мардасова М. Е. Особенности нормативно-правового регулирования субсидий, предусмотренных статьей 78 Бюджетного кодекса РФ // Российский журнал правовых исследований. 2024. Т. 11. № 2. С. 51–56. <https://doi.org/10.17816/rjls633253>.
13. Михайлюк О. Н. Планирование и эффективность использования бюджетных субсидий // АПК: экономика, управление. 2009. № 5. С. 48–52.
14. Морозова Д. Л. Театр и государство: экономические обоснования субсидирования. Монография. Москва: Мир науки. 2022. 132 с. URL: <https://izd-mn.com/PDF/47MNNPM22.pdf>.

15. Поветкина Н. А., Леднева Ю. В. Бюджетные субсидии: конфликт публичного и частного // *Право. Журнал Высшей школы экономики*. 2023. Т. 16. № 1. С. 46–69. <https://doi.org/10.17323/2072-8166.2023.1.46.69>.
16. Рассоха Е. В. Методические подходы к оценке эффективности бюджетных расходов // *Региональная экономика и управление: электронный научный журнал*. 2024. № 3 (79). С. 1–14. URL: <https://eee-region.ru/article/7916/>.
17. Саакян Т. В. К вопросу о новом порядке отбора получателей субсидий из бюджета субъектов Российской Федерации // *Региональная экономика и управление: электронный научный журнал*. 2023. № 4 (76). <https://doi.org/10.24412/1999-2645-2023-476-41>.
18. Самарина В. П. Обзор методов государственной поддержки агропромышленного комплекса и перспективы сельскохозяйственного производства в условиях нового кризиса // *Вестник Воронежского государственного аграрного университета*. 2021. № 2 (69). С. 81–102. https://doi.org/10.17238/issn2071-2243_2021_2_81.
19. Сидоренко О. В., Ильина И. В. Совершенствование механизма бюджетного финансирования аграрного сектора: региональный аспект // *Вестник аграрной науки*. 2018. № 2 (71). С. 79–86. <http://dx.doi.org/10.15217/48484>.
20. Соколов И. А. Доклад «Методологические подходы к оценке эффективности бюджетных расходов, в том числе государственных программ» // *Финансовый журнал*. 2014. № 2 (20). С. 7–10.
21. Ступникова О. Е. Инструменты повышения эффективности бюджетных расходов // *Вестник экспертного совета*. 2022. № 4 (31). С. 3–10.
22. Тамбовцев В. А., Рождественская И. А. Эффективность в государственном секторе: иллюзия понимания и ее последствия // *Terra Economicus*. 2021. № 19 (1). С. 17–35. <https://doi.org/10.18522/2073-6606-2021-19-1-17-35>.
23. Фирсова Е. А. Современные инструменты фискальной политики России // *Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета*. 2024. № 3 (147). С. 69–74.
24. Чекунов А. С. Методология распределения субсидий в сельском хозяйстве и промышленности: формулы расчета // *Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление*. 2023. Т. 104. № 4. С. 61–74. <https://doi.org/10.24866/2311-2271%2F2022-4/61-74>.
25. Чепель С. Моделирование экологических макроструктурных и социальных последствий сокращения энергетических субсидий (на примере Узбекистана) // *Проблемы прогнозирования*. 2023. № 5. С. 210–223. <https://doi.org/10.47711/0868-6351-200-210-223>.
26. Шайтура и др. Продовольственная безопасность России и экономические механизмы ее обеспечения // *Вестник Курской государственной сельскохозяйственной академии*. 2022. № 7. С. 209–216. <https://doi.org/10.33051/2500-2325-2023-2-112-124>.
27. Яковлева Ю. Г. Государственный бюджет и его роль в обеспечении финансовой безопасности государства // *Вопросы российского и международного права*. 2023. Т. 13. № 11А. С. 39–46. <https://doi.org/10.34670/AR.2024.16.21.005>.
28. Afonso A., Jalles J. T., Venâncio A. A tale of government spending efficiency and trust in the state // *Public Choice*. 2024. Vol. 200. P. 89–118. <https://doi.org/10.1007/s11127-024-01144-6>.
29. Barro R. J., Sala-i-Martin X. *Economic growth*. Second ed. Cambridge: MIT Press, 2003. 673 p.
30. Boettke P. J., Coyne C. J. A behavioral approach to the rational choice analysis of the limits of state action // *Journal of European Public Policy*. 2022. Vol. 29. Iss. 12. P. 1970–1981. <https://doi.org/10.1080/13501763.2022.2144419>.
31. Bland R. L., Overton M. R., Prentice V. The road to entrepreneurial budgeting and beyond: a reconceptualization of the development of budget innovations in the United States. In: *Research Handbook on Public Financial Management*. Edward Elgar Publishing, 2023. P. 117–135. <https://doi.org/10.4337/9781800379718.00018>.
32. Cai H. H. et al. Developing environmental sustainability policy — How financing and subsidies are influencing green innovation in mineral extraction industries in China // *Journal of Environmental Management*. 2024. Vol. 368. Art. 122218. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.122218>.
33. Cima E., Esty D. C. Making international trade work for sustainable development: toward a new WTO framework for subsidies // *Journal of International Economic Law*. 2024. Vol. 27. Iss. 1. С. 1–17. <https://doi.org/10.1093/jiel/jgae008>.
34. Chen Y. et al. Impact of new government–business relations on urban digital economy: Empirical evidence from China // *Finance Research Letters*. 2023. Vol. 58. Part A. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104325>.
35. Ding J. et al. ‘Guidance’ or ‘Misleading’? The government subsidy and the choice of enterprise innovation strategy // *Frontiers in Psychology*. 2022. Vol. 13. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.1005563>.
36. Ginn W. The paradox of fossil fuel subsidies // *Economic Analysis and Policy*. 2024. Vol. 83. P. 333–358. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2024.06.001>.
37. Haugsgjerd A. Political distrust amidst The Great Recession: The mitigating effect of welfare state effort // *Comparative European Politics*. 2018. Vol. 16. P. 620–648. <https://doi.org/10.1057/s41295-017-0089-7>.
38. Hemming R. The Macroeconomic Framework for Managing Public Finances. In: *The International Handbook of Public Financial Management*. Allen R., Hemming R., Potter B. H. (eds). London: Palgrave Macmillan, 2013. P. 17–37. https://doi.org/10.1057/9781137315304_2.
39. Hummel A. J., Ziesemer V. Food subsidies in general equilibrium // *Journal of Public Economics*. 2023. Vol. 222. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2023.104882>.

40. İpek E. A. New approaches in public budgeting. In: Public Economics and Finance. Chapter 3. Ed. by B. Açıkgöz IntechOpen, 2018. P. 712–784. <https://doi.org/10.5772/intechopen.82371>.
41. Khan A. Capital Rationing and Budget Allocation. In: Fundamentals of Public budgeting and finance. Springer Nature, 2024. P. 329–367. <https://doi.org/10.1007/978-3-031-53674-8>.
42. Kim B. H., Ahn J. G., Jung H. Does longer deliberation by the legislature increase the efficiency of the government budget? // Public Money & Management. 2021. Vol. 43. Iss. 5. P. 493–501. <https://doi.org/10.1080/09540962.2021.2002557>.
43. Lienert I. Role of the legislature in budget processes. In: The international handbook of public financial management. London: Palgrave Macmillan, 2013. P. 116–136. <https://doi.org/10.1057/9781137315304>.
44. Lucas M. M. Subsidy schemes and managerial flexibility in solar power projects: A case study approach. Dissertação de mestrado. Iscte – Instituto Universitário de Lisboa. Repositório Iscte, 2024. 43 p.
45. Mamun A. Impact of farm subsidies on global agricultural productivity // Agricultural Economics. 2024. Vol. 55. Iss. 2. P. 346–364. <https://doi.org/10.1111/agec.12823>.
46. Momen M. N., Kaiser Z. A. Budgeting and Finance. In: Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy, and Governance. First ed. Springer Nature, 2019. P. 937–943. http://dx.doi.org/10.1007/978-3-030-66252-3_3834.
47. Moschovis G. Public spending allocation, fiscal performance and corruption // Economic Papers. A journal of applied economics and policy. 2010. Vol. 29. Iss. 1. P. 64–79. <https://doi.org/10.1111/j.1759-3441.2010.00048.x>.
48. Okorie D. I., Wesseh P. K., Jr. Fossil fuel subsidy removal, economic welfare, and environmental quality under alternative policy schemes // Journal of Cleaner Production. 2024. Vol. 450. Art. 141991. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.141991>.
49. Qi B., Yang Z., Deng T. Government subsidization and enterprise productivity: A comparative analysis of the steel and photovoltaic industries // Energy Strategy Reviews. 2023. Vol. 50. <https://doi.org/10.1016/j.esr.2023.101220>.
50. Raghunandan A. Government subsidies and corporate misconduct // Journal of Accounting Research. 2024, May 18. 64 p. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3035254>.
51. Robinson M., Brumby J. Does Performance Budgeting Work? An Analytical Review of the Empirical Literature // IMF Working Paper. 2005. № 05/210. URL: <https://ssrn.com/abstract=888079>.
52. Roth F., Nowak-Lehmann D., Otter T. F. Has the Financial Crisis Shattered Citizens' Trust in National and European Governmental Institutions? Evidence from the EU Member States, 1999–2010. In: Public Support for the Euro. Contributions to Economics. Chapter 10. Springer, 2022. P. 187–217. https://doi.org/10.1007/978-3-030-86024-0_10.
53. Shawe R. Public Budgetary Process // American Journal of Industrial and Business Management. 2023. Vol. 13. P. 371–379. <https://doi.org/10.4236/ajibm.2023.135023>.
54. Tang Z., Zhang Z., Deng W. Government Environmental Expenditure, Budget Management, and Regional Carbon Emissions: Provincial Panel Data from China // Sustainability. 2024. Vol. 16. Iss. 15. P. 1–17. <https://doi.org/10.3390/su16156707>.
55. Wan X., Ding H. Can government subsidies for the digital economy promote corporate innovation? // European Journal of Innovation Management. 2024, Dec. 5. P. 1–22. <https://doi.org/10.1108/EJIM-04-2024-0375>.
56. Wang Y. Corporate Financial Investment: A Response to Government Subsidies // SSRN Electronic Journal. 2023. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4459359>.
57. Wei B., Chenxi L., Shanshan L. Environmental regulation, R&D subsidies, and industrial green total factor productivity // Sustainable Futures. 2024. <https://doi.org/10.1016/j.sfr.2024.100333>.
58. Youvan D. C. A Digital Solution to Sovereign Debt: Evaluating the Implications of Cryptocurrency for National Debt Repayment in the Face of USD Collapse. Preprint. November 2024. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.28200.79369>.

References

1. Astapov K.L., Musaev R.A., Malakhov A.A. (2020). Assessing the effectiveness of budget expenditure policy. *Financial Journal*, 12 (6), 9–24. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2020-6-9-24>.
2. Afanasyev R.S., Golovanova N.V. (2016). The concept of the effectiveness of budget expenditures: theory and legislation. *Financial Journal*, 1, 61–69.
3. Ismanov E. (2024). Principles, forms and methods of state regulation of the agricultural sector of the economy. *Science. Education. Technology*, 2, 163–168. <https://doi.org/10.54834/vi2.359>.
4. Kagermazov Ts.B., Gordeev A.S., Shakhmurzov M.M. (2017). State support in the service of agricultural development. *Agrarian Russia*, 1. <https://doi.org/10.30906/1999-5636-2017-1-36-41>.

5. Kalinin A.M., Samokhvalov V.A. (2020). Efficiency of financial support for agriculture: general assessment and interbudgetary effect. *Problems of forecasting*, 5, 142–152.
6. Kireeva A.V. et al. Justification of conditions and modification of approaches to the provision of budget subsidies to the real sector. Moscow: Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, 2020. P. 1–58. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3596191>.
7. Klioutchnikov I.K., Saakyan T.V. (2024). State subsidies to business entities: approaches to conceptualization. *Scientific notes of the International Banking Institute*, 4 (50), 125–150.
8. Kovalenko N.V., Chekunov A.V., Podlipenskaya L.E. (2022). Economic efficiency of state support for industry (on the example of the mechanical engineering industry): optimization model. *Bulletin of the Far Eastern Federal University. Economics and Management*, 101 (1), 18–40. <https://dx.doi.org/10.24866/2311-2271/2022-1/18-40>.
9. Konoplyannik T.M., Sergushenkova V.Yu. (2024). Minimization of budget risks is the next step towards sustainable development of the state system. *Management accounting*, 1 (1), 79–84.
10. Korovin G.B. (2021). Efficiency of Government Support for the Manufacturing Sector in Russian Industrial Regions. *Economy of the region*, 17 (4), 1256–1269. <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2021-4-15>.
11. Liberman T.I. (2017). Theoretical approaches to substantiating an effective system of budget expenditures. *Financial studies*, 2 (55), 56–62.
12. Mardasova M.E. (2024). Features of the legal regulation of subsidies provided for in Article 78 of the Budget Code of the Russian Federation. *Russian Journal of Legal Research*, 11 (2), 51–56. <https://doi.org/10.17816/rjls633253>.
13. Mikhailyuk O.N. (2009). Planning and efficiency of using budget subsidies. *AIC: economics, management*, 5, 48–52.
14. Morozova D.L. Theater and state: economic justifications for subsidizing. Monograph. Moscow: World of Science. 2022. 132 p. <https://izd-mn.com/PDF/47MNNPM22.pdf>.
15. Povetkina N.A., Ledneva Yu.V. (2023). Budget subsidies: conflict between public and private. *Law Journal of the Higher School of Economics*, 16 (1), 46–69. <https://doi.org/10.17323/2072-8166.2023.1.46.69>.
16. Rassokha E.V. (2024). Methodological approaches to assessing the effectiveness of budget expenditures. *Regional Economics and Management: electronic scientific journal*, 3 (79), 1–14. URL: <https://eee-region.ru/article/7916/>.
17. Saakyan T.V. (2023). On the issue of the new procedure for selecting recipients of subsidies from the budget of the constituent entities of the Russian Federation. *Regional Economics and Management: electronic scientific journal*, 4 (76). <https://dx.doi.org/10.24412/1999-2645-2023-476-41>.
18. Samarina V.P. (2021). Review of methods of state support for the agro-industrial complex and prospects for agricultural production in the context of a new crisis. *Bulletin of the Voronezh State Agrarian University*, 2 (69), 81–102. https://doi.org/10.17238/issn2071-2243_2021_2_81.
19. Sidorenko O.V., Ilyina I.V. (2018). Improving the mechanism of budget financing of the agricultural sector: regional aspect. *Bulletin of Agrarian Science*, 2 (71), 79–86. <http://dx.doi.org/10.15217/48484>.
20. Sokolov I.A. (2014). Report «Methodological approaches to assessing the effectiveness of budget expenditures, including government programs». *Financial Journal*, 2 (20), 7–10.
21. Stupnikova O.E. (2022). Tools for improving the effectiveness of budget expenditures. *Bulletin of the expert council*, 4 (31), 3–10.
22. Tambovtsev V.L., Rozhdestvenskaya I.A. (2021). Efficiency in the public sector: the illusion of understanding and its consequences. *Terra Economicus*, 19 (1), 17–35. DOI: 10.18522/2073-6606-2021-19-1-17-35.
23. Firsova E.A. (2024). Modern instruments of fiscal policy of Russia. *Bulletin of the St. Petersburg State University of Economics*, 3 (147), 69–74.
24. Chekunov A.S. (2023). Methodology for the Distribution of Subsidies in Agriculture and Industry: Calculation Formulas. *Bulletin of the Far Eastern Federal University. Economy and management*, 104 (4), 61–74. <https://doi.org/10.24866/2311-2271%2F2022-4/61-74>.
25. Chepel S. (2023). Modeling environmental macrostructural and social consequences of reducing energy subsidies (on the example of Uzbekistan). *Problems of Forecasting*, 5, 210–223. <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=54644103>.
26. Shaitura N.S., Ostankova N.V., Rodina E.A., Belyu L.P., Zelenova G.Ya. (2022). Food security of Russia and economic mechanisms for its provision. *Bulletin of the Kursk State Agricultural Academy*, 7, 209–216. <https://doi.org/10.33051/2500-2325-2023-2-112-124>.
27. Yakovleva Yu.G. (2023). State budget and its role in ensuring the financial security of the state. *Issues of Russian and International Law*, 13, 11A, 39–46. <https://doi.org/10.34670/AR.2024.16.21.005>.
28. Afonso A., Jalles J.T., Venâncio A. (2024). A tale of government spending efficiency and trust in the state. *Public Choice*, 200, 89–118. <https://doi.org/10.1007/s11127-024-01144-6>.
29. Barro R.J., Sala-i-Martin X. Economic growth. Second ed. Cambridge: MIT Press, 2003. 673 p.
30. Boettke P.J., Coyne C.J. (2022). A behavioral approach to the rational choice analysis of the limits of state action. *Journal of European Public Policy*, 29 (12), 1970–1981. <https://doi.org/10.1080/13501763.2022.2144419>.
31. Bland R.L., Overton M.R., Prentice V. (2023). The road to entrepreneurial budgeting and beyond: a reconceptualization of the development of budget innovations in the United States. In: *Research Handbook on Public Financial Management*. Edward Elgar Publishing, 117–135. <https://doi.org/10.4337/9781800379718.00018>.

32. Cai et al. (2024). Developing environmental sustainability policy — How financing and subsidies are influencing green innovation in mineral extraction industries in China. *Journal of Environmental Management*, 368 (122218). <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.122218>.
33. Cima E., Esty D.C. (2024). Making international trade work for sustainable development: toward a new WTO framework for subsidies. *Journal of International Economic Law*, 27 (1), 1–17. <https://doi.org/10.1093/jiel/jgae008>.
34. Chen Y. et al. (2023). Impact of new government–business relations on urban digital economy: Empirical evidence from China. *Finance Research Letters*, 58. Art. 104325. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104325>.
35. Ding J. et al. (2022). ‘Guidance’ or ‘Misleading’? The government subsidy and the choice of enterprise innovation strategy. *Frontiers in Psychology*, 13. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.1005563>.
36. Ginn W. (2024). The paradox of fossil fuel subsidies. *Economic Analysis and Policy*, 83. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2024.06.001>.
37. Haugsgjerd A. (2018). Political distrust amidst The Great Recession: The mitigating effect of welfare state effort. *Comparative European Politics*, 16, 620–648. <https://doi.org/10.1057/s41295-017-0089-7>.
38. Hemming R. (2013). The Macroeconomic Framework for Managing Public Finances. In: *The International Handbook of Public Financial Management*. Allen R., Hemming R., Potter B.H. (eds.). London: Palgrave Macmillan, 17–37. https://doi.org/10.1057/9781137315304_2.
39. Hummel A.J., Zieseemer V. (2023). Food subsidies in general equilibrium. *Journal of Public Economics*, 222. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2023.104882>.
40. İpek E.A. New approaches in public budgeting. In: *Public Economics and Finance*. Chapter 3. Ed. by B. Açıkğöz. IntechOpen, 2018. P. 712–784. <https://doi.org/10.5772/intechopen.82371>.
41. Khan A. (2024). Capital Rationing and Budget Allocation. In: *Fundamentals of Public Budgeting and Finance*. Springer Nature, 329–367 (514 p.). <https://doi.org/10.1007/978-3-031-53674-8>.
42. Kim B.H., Ahn J.G., Jung H. (2021). Does longer deliberation by the legislature increase the efficiency of the government budget? *Public Money & Management*, 43 (5), 493–501. <https://doi.org/10.1080/09540962.2021.2002557>.
43. Lienert I. (2013). Role of the legislature in budget processes. In: *The international handbook of public financial management*. London: Palgrave Macmillan, 116–136. <https://doi.org/10.1057/9781137315304>.
44. Lucas M. (2024). Subsidy schemes and managerial flexibility in solar power projects: A case study approach. *Dissertação de mestrado*. Iscte — Instituto Universitário de Lisboa. Repositório Iscte, 43 p. <http://hdl.handle.net/10071/32824>.
45. Mamun A. (2024). Impact of farm subsidies on global agricultural productivity. *Agricultural Economics*, 55 (2), 346–364. <https://doi.org/10.1111/agec.12823>.
46. Momen M.N., Kaiser Z.A. (2019). Budgeting and Finance. In: *Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy, and Governance*. A Farazmand (ed.). First ed. Springer Nature. P. 937–943. http://dx.doi.org/10.1007/978-3-030-66252-3_3834.
47. Moschovis G. (2010). Public spending allocation, fiscal performance and corruption. *Economic Papers. A journal of applied economics and policy*, 29 (1), 64–79. <https://doi.org/10.1111/j.1759-3441.2010.00048.x>.
48. Okorie D.I., Wesseh P.K. Jr (2024). Fossil fuel subsidy removal, economic welfare, and environmental quality under alternative policy schemes. *Journal of Cleaner Production*, 450. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.141991>.
49. Qi B., Yang Z., Deng T. (2023). Government subsidization and enterprise productivity: A comparative analysis of the steel and photovoltaic industries. *Energy Strategy Reviews*, 50. <https://doi.org/10.1016/j.esr.2023.101220>.
50. Raghunandan A. (2024). Government subsidies and corporate misconduct. *Journal of Accounting Research*, May 18, 1–64. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3035254>.
51. Robinson M., Brumby J. (2005). Does Performance Budgeting Work? An Analytical Review of the Empirical Literature. *IMF Working Paper*, 05/210. <https://ssrn.com/abstract=888079>.
52. Roth F., Nowak-Lehmann D., Otter T.F. (2022). Has the Financial Crisis Shattered Citizens’ Trust in National and European Governmental Institutions? Evidence from the EU Member States, 1999–2010. In: *Public Support for the Euro*. Contributions to Economics. Chapter 10. Springer, 187–217. https://doi.org/10.1007/978-3-030-86024-0_10.
53. Shawe R. (2023). Public Budgetary Process. *American Journal of Industrial and Business Management*, 13, 371–379. <https://doi.org/10.4236/ajibm.2023.135023>.
54. Tang Z., Zhang Z., Deng W. (2024). Government Environmental Expenditure, Budget Management, and Regional Carbon Emissions: Provincial Panel Data from China. *Sustainability*, 16 (5), 1–17. <https://doi.org/10.3390/su16156707>.
55. Wan X., Ding H. (2024). Can government subsidies for the digital economy promote corporate innovation? *European Journal of Innovation Management*, Dec. 5. 1–22. <https://doi.org/10.1108/EJIM-04-2024-0375>.
56. Wang Y. (2023). Corporate Financial Investment: A Response to Government Subsidies. *SSRN Electronic Journal*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4459359>.
57. Wei B., Chenxi L., Shanshan L. (2024). Environmental regulation, R&D subsidies, and industrial green total factor productivity. *Sustainable Futures*. <https://doi.org/10.1016/j.sftr.2024.100333>.
58. Youvan D.C. (2024). A Digital Solution to Sovereign Debt: Evaluating the Implications of Cryptocurrency for National Debt Repayment in the Face of USD Collapse. Preprint. Nov. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.28200.79369>.

Информация об авторах

Игорь Константинович Ключников, доктор экономических наук, профессор, научный руководитель Международного банковского института имени Анатолия Собчака, г. Санкт-Петербург

Татьяна Васильевна Саакян, руководитель департамента содействия организации бюджетного процесса Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

Information about the authors

Igor K. Klioutchnikov, Doctor of Economic Sciences, Professor, Scientific Director of the International Banking Institute named after Anatoliy Sobchak, St. Petersburg

Tatyana V. Saakyan, Head of the Department for Assistance to the Organization of the Budget Process, Financial Research Institute, Moscow

Вклад авторов

И. К. Ключников — методология, валидация, обзор литературы и создание рисунка 1.

Т. В. Саакян — концептуализация, подготовка оригинального проекта и создание рисунка 2.

Contribution of the authors

I.K. Klioutchnikov — methodology, validation, literature review and creation of Figure 1.

T.V. Saakyan — conceptualization, preparation of an original research design and creation of Figure 2.

Статья поступила в редакцию 12.11.2024
Одобрена после рецензирования 10.01.2025
Принята к публикации 07.02.2025

The article submitted November 12, 2024
Approved after reviewing January 10, 2025
Accepted for publication February 7, 2025



Бремя рублевого долга

Борис Иванович Алехин

E-mail: b.i.alekhin@gmail.com, ORCID: 0000-0002-9571-4836

г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Бремя рублевого долга — это процентное отношение задолженности по рублевым кредитам к денежным доходам россиян. Цель настоящей работы — исследовать размер и динамику бремени рублевого долга, а также причины его изменения во времени и пространстве. С этой целью из данных официальной статистики сформирована панель, охватывающая 81 субъект Российской Федерации за 2000–2022 гг. Все переменные оказались нестационарными, что позволило использовать панельный динамический метод наименьших квадратов (DOLS) для оценки параметров коинтегрирующего уравнения. DOLS-оценки подтвердили наличие долгосрочной, равновесной связи бремени долга с объясняющими переменными. Чтобы обосновать эмпирические поиски драйверов роста бремени долга, мы обратились к теориям жизненного цикла и ограничений по ликвидности. Они помогают объяснить рост бремени долга и выдвигают кандидатов на роль объясняющих переменных. В соответствии с теорией жизненного цикла наиболее влиятельный драйвер бремени рублевого долга — доля населения трудоспособного возраста в населении региона. Мы также обнаружили, что бремя рублевого долга положительно связано с ограничениями по ликвидности и ценами на рынке жилья. Наконец, цикл деловой активности вносит свои коррективы в динамику бремени долга, которое возрастает в сложные времена. Все эти переменные — партнеры бремени долга по коинтеграции в России; они соотносятся с бременем долга как причина со следствием.

Ключевые слова: ипотечные и потребительские кредиты, бремя долга, коинтеграция, регионы, Россия

JEL: G51, G21, C58

Для цитирования: Алехин Б. И. Бремя рублевого долга // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 1. С. 92–107. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-92-107>.

© Алехин Б. И., 2025

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-92-107>

Ruble Debt Burden

Boris I. Alekhin

Moscow, Russian Federation

b.i.alekhin@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0002-9571-4836>

Abstract

The burden of ruble debt is measured by a ratio between the amount of rubles that Russians borrowed from their banks and their monetary income. Why ruble debt only? The share of foreign currency credit to Russian households has been declining quite steadily and remained insignificant in recent years. Even in the peak of 2010 it fluctuated around 10%. The purpose of this study is to analyze the size, dynamics and determinants of debt burden. To achieve this purpose, a panel for 81 regions of the Russian Federation for 2000–2022 was assembled on the basis of official statistics. All variables proved to be non-stationary which allowed to use panel dynamic least squares (DOLS) to estimate the parameters of the cointegrating equation. The estimates proved the existence of long-term, equilibrium

relationship between debt burden and explanatory variables. To support our empirical search for drivers of debt burden we relied on the theories of life-cycle, liquidity constraints and behavioral finance. The first two proved to be useful, while the role of behavioral finance remained unclear as it was impossible to operationalize such a murky concept as financial literacy. In accordance with the life-cycle theory, the share of working-age population in the region's entire population proved to be the main driver of debt burden growth. We also found out that debt burden is positively related to housing prices and liquidity constraints measured by the income required to get the bank loan approved. Finally, the cycle of economic activity also adds to the dynamics of debt burden with the latter increasing in bad times. All these variables are cointegrating partners of debt burden in Russia.

Keywords: mortgage and consumer loans, debt burden, cointegration, regions, Russia

JEL: G51, G21, C58

For citation: Alekhin B.I. (2025). Ruble Debt Burden. *Financial Journal*, 17 (1), 92–107 (in Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-92-107>.

© Alekhin B.I., 2025

ВВЕДЕНИЕ

В каждом году истории современной России задолженность россиян по рублевым кредитам росла и к 1 июня 2024 г. достигла 35,2 трлн руб.¹ Соотношение этих триллионов с доходами должников дает представление о бремени рублевого долга². Если с годами бремя рублевого долга не менялось или даже снижалось, значит, россияне хорошо справлялись с обслуживанием своих кредитов. И наоборот.

Почему только рублевый долг? Доля валютных кредитов банковского сектора домохозяйствам в России достаточно устойчиво снижается и в последние годы незначительна, даже в пиковом 2010 г. она составляла около 10%. Только за период с февраля 2019 г. по июнь 2024 г. задолженность по валютным кредитам, предоставленным физическим лицам-резидентам, сократилась с 99 152 млн до 19 002 млн руб., или в 5,2 раза³.

Цель данной работы — исследовать размер и динамику бремени рублевого долга, а также причины его изменения во времени и пространстве. С этой целью из данных официальной статистики сформирована панель, охватывающая 81 субъект Российской Федерации за 2000–2022 гг., что позволило использовать панельный динамический метод наименьших квадратов для оценки параметров коинтегрирующего уравнения, удостоверяющего долгосрочную, равновесную связь бремени рублевого долга с некоторыми экономическими, финансовыми и демографическими факторами.

БРЕМЯ РУБЛЕВОГО ДОЛГА В ЦИФРАХ

Бремя рублевого долга — это процентное отношение задолженности физических лиц по рублевым кредитам на конец года к денежным доходам населения, пересчитанным из

¹ Банковский сектор. Банк России, 2024. URL: https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/sors/.

² Бремя долга — одна из наиболее популярных тем среди исследователей государственных и личных финансов. Поиск в Академии Google показал, что выражение «бремя долга» (англ. — debt burden) фигурирует в названии примерно 1 860 000 публикаций.

³ Банковский сектор. Банк России, 2024. URL: https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/sors/.

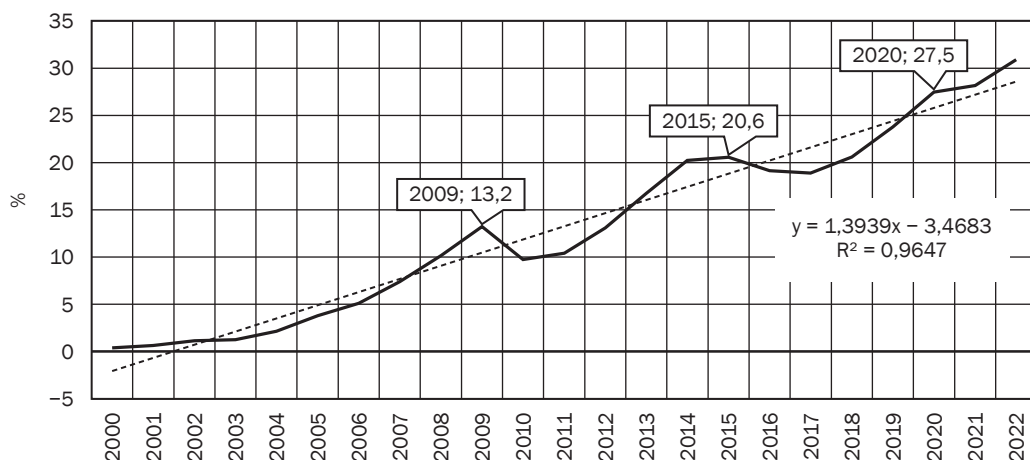
месячных в годовые⁴. Поскольку оно упоминается чуть ли не в каждой строке этой статьи, далее словосочетание «бремя рублевого долга» заменено аббревиатурой БРД.

Для количественной оценки БРД использованы три метода, дающих убогие и наглядные результаты. Это, во-первых, графики временных рядов, во-вторых, средние характеристики временных рядов и, в-третьих, гистограмма распределения. Гистограмма — тоже показатель описательной статистики, но она дает наглядное, графическое представление плотности вероятности некоторой случайной величины, построенное по выборке. Этими методами обработаны данные по регионам. Результаты обработки средних значений показывают «среднюю температуру по больнице» (в регионе), а результаты обработки наклонов — ее региональную динамику за последнюю четверть века.

Всероссийская задолженность по рублевым кредитам «взмыла» по степенной траектории с 15,4 млрд руб. в 2000 г. до 24 432,3 млрд руб., или почти в 1586 раз, а денежный доход россиян вырос с 3980,7 млрд до 79 113,9 млрд руб., или почти в 20 раз. Опережающий рост задолженности вызвал рост БРД за тот же период с 0,4 до 30,9%, или почти в 77 раз. БРД прибавляло в среднем за год 1,4%, пережив три циклических взлета и два спада (рис. 1).

Бремя рублевого долга, %

Рисунок 1



Источник: рассчитано автором по данным Росстата. Росстат. Сборник «Социальное положение и уровень жизни населения России», за 2000–2022 гг.

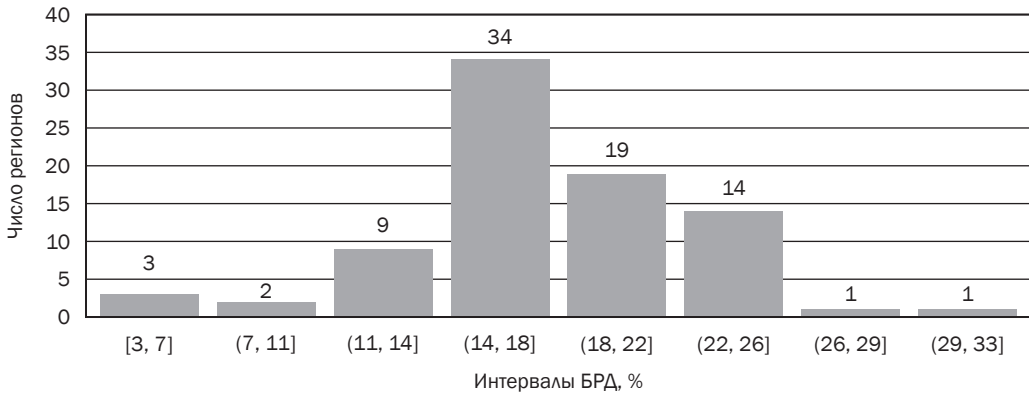
В 2009, 2015 и 2020 гг., когда российская экономика находилась в рецессии⁵, одним работникам сокращали заработную плату, других увольняли, и, теряя в доходах, люди брали займы чаще и больше. БРД сильно менялось от региона к региону: минимум в среднем за 2000–2022 гг. наблюдался в Дагестане (3,33%), максимум — в Калмыкии (32,11% при среднероссийских 15,78%). Начиная с интервала 14–18% можно заметить резкое снижение числа регионов с переходом в меньший интервал. 34 региона (41,46%) имели БРД в интервале 14–18%, 19 (23,17%) — в интервале 18–22%, 14 (17,07%) — в интервале 22–26% и по одному региону — в двух наименьших интервалах (рис. 2).

⁴ Задолженность — запас на конкретную дату, доход — поток за какой-то период. Допустимо делить запас на поток. Например, такой известный показатель, как бремя государственного долга, — это государственный долг (запас), деленный на ВВП (поток).

⁵ Рецессии в России в годовом измерении: 1996–1997 гг.: с I кв. 1996 г. по II кв. 1997 г. (шесть отрицательных кварталов); 1998–1999 гг.: с I кв. 1998 г. по I кв. 1999 г. (пять кварталов); 2008–2009 гг.: с IV кв. 2008 г. по IV кв. 1999 г. (пять кварталов); 2014–2016 гг.: с IV кв. 2014 г. по I кв. 2016 г. (шесть кварталов); 2020–2021 гг.: со II кв. 2020 г. по I кв. 2021 г. (четыре квартала). Рассчитано по данным Росстата.

Рисунок 2

Распределение регионов по интервалам БРД



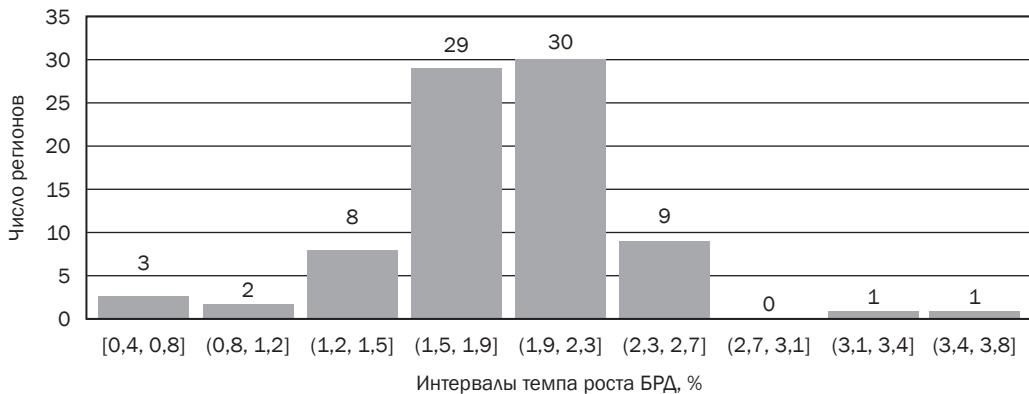
Источник: рисунок автора.

Темп роста БРД тоже сильно менялся от региона к региону. Нет ни одного региона, где БРД снижалось в среднем за 2000–2022 гг. При среднероссийских 1,89% минимальный темп роста опять у Дагестана: 0,40%, максимальный — у Калмыкии: 3,50%. Начиная с интервала 1,9–2,3% можно заметить снижение числа регионов с переходом в меньший интервал. В 30 регионах (36,58%) темп роста находился в интервале 1,9–2,3%, в девяти регионах (10,97%) — в интервале 2,3–2,7% и по одному региону — в двух наименьших интервалах (рис. 3).

Близко к дагестанским минимумам стоят БРД и темп его роста в Чечне и Ингушетии, соответственно 5,74% (0,78%) и 4,11% (0,45%). По данным Росстата, в Северо-Кавказском федеральном округе проживает около 10,2 млн человек, из них порядка 6,2 млн — мусульмане, которые вынуждены ограничивать использование финансовых продуктов из-за их несоответствия местным культурным и религиозным нормам.

Рисунок 3

Распределение регионов по темпу роста БРД



Источник: рисунок автора по данным Росстата.

Задолженность по рублевым кредитам складывается из задолженности по жилищным кредитам и задолженности по остальным, главным образом потребительским, кредитам⁶.

⁶ К остальным кредитам можно отнести автокредиты и студенческие кредиты.

Временной ряд задолженности по жилищным кредитам стартует в 2005 г. Она выросла с 36,5 млрд руб. в 2005 г. до 13 848,8 млрд руб. в 2023 г., или в 379 раз. За небольшим исключением задолженность по жилищным кредитам — это задолженность по ипотечным кредитам. «За свои кровные» россияне, как и жители многих других стран, городское жилье практически не покупают. Временной ряд задолженности по остальным кредитам также стартует с 2005 г. Она выросла с 488,3 млрд руб. в 2005 г. до 12 999,0 млрд руб. в 2023 г., или почти в 27 раз, меняя свою динамику под давлением цикла деловой активности (рис. 4).

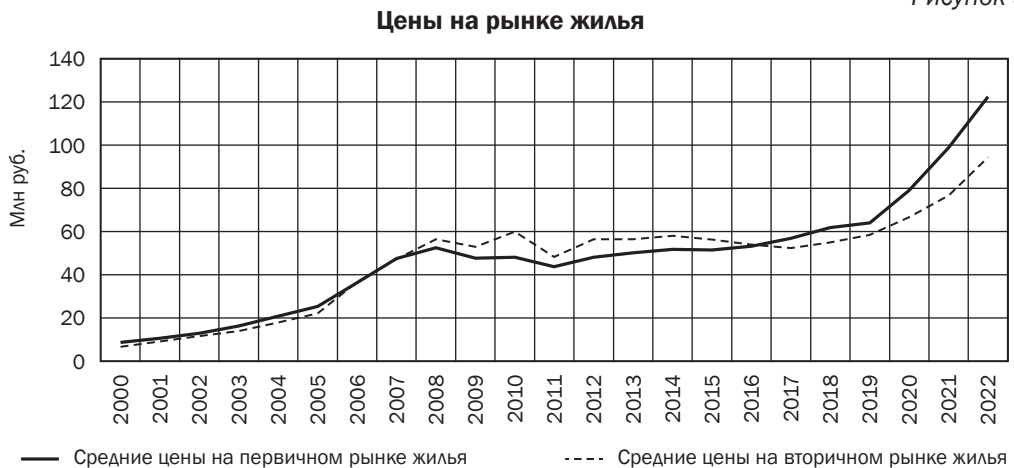
Рисунок 4



Источник: рисунок автора по данным Росстата. Сборник «Социальное положение и уровень жизни населения России», 2005–2023 гг.

Соответственно, первой непосредственной причиной роста задолженности является рост цен на рынке жилья, который в свою очередь объясняется превышением спроса на жилье над его предложением, а также инфляцией. Цены пережили два периода стремительного роста (2000–2008 и 2017–2022 гг.), разделенных периодом относительной стабильности (2009–2016 гг.) (рис. 5).

Рисунок 5



Источник: рассчитано автором по данным Росстата.

Другой непосредственной причиной роста задолженности является рост потребительских расходов населения, который в свою очередь объясняется потребительским бумом

в России XXI в. Только пандемия COVID-19 ненадолго прервала его. Вклад потребительской инфляции в этот рост совсем невелик (рис. 6).

Рисунок 6



Источник: рассчитано автором по данным Росстата.

Средний темп прироста и средний абсолютный прирост задолженности по жилищным кредитам выше, чем по остальным кредитам, но средний уровень намного ниже (табл. 1). Остальные кредиты, а это прежде всего потребительские кредиты, имеют гораздо большую ценность для гораздо более широкого круга людей, чем жилищные. Например, по данным 4000 кредиторов, передающих сведения в Национальное бюро кредитных историй, в 2022 г. было выдано 12,53 млн потребительских кредитов⁷. В том же году, по данным Банка России, россияне получили 1,33 млн ипотечных жилищных кредитов⁸.

Таблица 1

Средние характеристики задолженности по рублевым кредитам

	Всего, 2000–2023 гг.	По жилищным кредитам	По остальным кредитам
		2005–2023 гг.	
Средний уровень временного ряда, млрд руб.	7760,6	4006,3	5770,8
Средний темп прироста за год, %	38,3	39,1	20,0
Средний абсолютный прирост, млрд руб.	1166,6	767,3	695,0

Источник: рассчитано автором по данным сборника Росстата «Регионы России. Социально-экономические показатели» за 2000–2023 гг.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Теория процента

В 1930 г. И. Фишер обнаружил эмпирические свидетельства сильной зависимости потребления домохозяйств от их долга [Fisher, 1930]. Свою теорию процента он распространил

⁷ Новости. НБКИ, 2022. URL: https://nbki.ru/company/news/?SECTION_ID=2626.

⁸ Показатели рынка жилищного (ипотечного жилищного) кредитования. Банк России, 2022. URL: https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/mortgage/.

на займы частных лиц, классифицировав заемщиков по причинам займов. «Болезнь или смерть члена семьи, убытки от пожара, кражи, наводнения, кораблекрушения и другие неожиданные причины временно сокращают доход пострадавшего. Чтобы компенсировать это сокращение, пострадавший берет займы, уменьшая тем самым свой будущий доход» [Fisher, 1930, p. 357]. Это первый класс заемщиков. Второй класс — это люди, у которых поступления дохода не совпадают по времени и размеру с платежами («кассовый разрыв»), и они испытывают то дефицит, то профицит денег. В случае дефицита они берут займы, в случае профицита дают займы. Третий класс — это люди, берущие займы из-за ожидаемого крупного роста своего дохода или покупательной способности, например, за счет наследства. Они занимают, чтобы истратить сейчас часть ожидаемого денежного пополнения. К третьему классу можно отнести молодых людей, оправдывающих свои займы необходимостью оплачивать образование в рамках подготовки к трудовой деятельности.

В дальнейшем академическая дискуссия вокруг причин роста кредитной задолженности населения развивалась по трем направлениям. Первое — теория жизненного цикла Ф. Модильяни и его последователей [Modigliani, Ando, 1957; Modigliani, Brumberg, 1954; Ando, Modigliani, 1963], второе — теория рационарования кредита и ограничений по ликвидности и третье — теория поведенческих финансов.

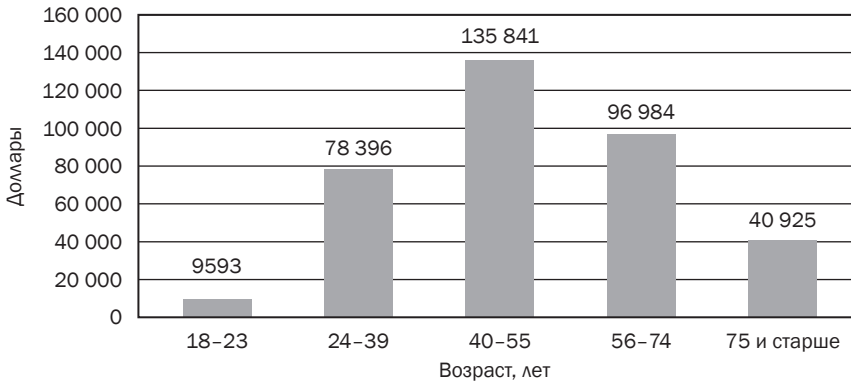
Теория жизненного цикла

Согласно теории жизненного цикла (ТЖЦ), задолженность зависит от возрастной структуры, сбережений населения и преходящих колебаний дохода. Так как люди управляют своими доходами и расходами в зависимости от стадии жизненного цикла (молодость, зрелость, старость), задолженность меняется по мере взросления членов домохозяйства. Молодежь, не достигшая трудоспособного возраста, доходов не имеет и иногда берет займы (у родителей, друзей и даже некоторых банков) на расходы. Сразу после вступления в рабочую силу люди зарабатывают меньше, чем на последующих этапах своей карьеры, не имеют сбережений и при этом хотят (особенно молодые пары) приобретать жилье и товары длительного пользования. Соответственно, у этой демографической группы спрос на заемные средства высок. Работники зрелого возраста зарабатывают больше и скорее всего имеют меньше экстраординарных расходов, так что ТЖЦ предписывает им наивысший спрос на кредиты. Наконец, в старости, после выхода на пенсию, люди сталкиваются с резким сокращением дохода и вынуждены сберегать отрицательно, т. е. ликвидировать свои сбережения, чтобы поддержать потребление. В этом случае спрос на кредиты минимален. Короче говоря, люди занимают больше в трудоспособном возрасте и сберегают меньше в старости. Отсюда следует, что БРД должно возрастать с ростом доли трудоспособного населения во всем населении региона.

Зависимость задолженности от возрастной структуры населения подтверждают данные американского кредитного бюро Experian. В 2019 г. средний американец был должен кредитным учреждениям 90 460 долл. США, включая долги по всем видам потребительских, ипотечных и студенческих кредитов. Что касается межпоколенческого распределения, то поколение Z (18–23 года) задолжало 9593 долл., миллениумы (24–39 лет) — 78 396 долл., поколение X (40–55 лет) — 135 841 долл., бэби-бумеры (56–74 года) — 96 984 долл. и молчаливое поколение (75 лет и более) — 40 925 долл. США⁹. При динамике задолженности, похожей на колокол нормального распределения (рис. 7), задолженность есть функция возрастной структуры населения, как и гласит ТЖЦ.

⁹ Experian Study: Average U.S. Consumer Debt and Statistics. URL: <https://www.experian.com/blogs/ask-experian/research/consumer-debt-study/>.

Долг среднего американца по возрастным группам в 2019 г., долл. США



Источник: рисунок автора по данным кредитного бюро Experian. Experian Study: Average U.S. Consumer Debt and Statistics. URL: <https://www.experian.com/blogs/ask-experian/research/consumer-debt-study/>.

Рационирование кредита и ограничения по ликвидности

Теория рационарирования кредита и ограничений по ликвидности (ТОЛ) — результат попыток объяснить, как указанная Дж. М. Кейнсом связь между текущим доходом и потреблением может быть формально оправдана ограничениями по ликвидности (у Кейнса ликвидность — это деньги) и другими препятствиями для полного межвременного сглаживания потребления. Таким образом кейнсианская функция потребления (возможно, дополненная межвременными факторами) возводилась на более прочную теоретическую платформу.

Говоря в общем, рационирование кредита имеет место тогда, когда кредиторы не желают давать в долг дополнительные средства даже по повышенной процентной ставке. По словам Д. Джаффи и Ф. Модильяни, «рационирование кредита [есть] ситуация, в которой спрос на коммерческие займы превышает их предложение по котируемой банками коммерческой ставке процента» [Jaffee, Modigliani, 1969, p. 850–851]. Одно только изменение процентной ставки не помогает очистить рынок от избыточного спроса, и банки делают это «вручную», накладывая ограничения по ликвидности на заявки заемщиков.

Ограничения по ликвидности крайне эффективны с точки зрения отбора заемщиков и потому являются неотъемлемой частью работы банков. В нашем случае главным ограничением по ликвидности является заработная плата лица, планирующего получить жилищный кредит. Исследование Национального бюро кредитных историй показало, что рекомендованный семейный доход¹⁰, комфортный для обслуживания ипотечного кредита со среднерыночными параметрами (размер, ставка, срок), вырос с 71,8 тыс. руб. на 1 января 2019 г. до 101,6 тыс. руб. на 1 января 2024 г.¹¹ А в «РБК Недвижимость» подсчитали, что для одобрения кредита по рыночным ставкам заработная плата в Москве

¹⁰ Этот показатель фиксирует предельное отношение ежемесячных ипотечных платежей семьи (домохозяйства) к ежемесячным денежным поступлениям и рассчитывается на основании экономически обоснованного утверждения, что относительно комфортным для заемщика является соотношение ежемесячных платежей к ежемесячным доходам на уровне 1/3.

¹¹ НБКИ: в 2023 году размер рекомендованного семейного дохода заемщика для обслуживания ипотеки немного вырос. URL: <https://nbki.ru/company/news/?id=3325025>.

должна быть не меньше 234 тыс. руб. в месяц. Это на покупку квартиры по средней цене для столицы в 13 млн руб. На самом деле потребуется еще больший доход, потому что и рыночная ставка растет. При этом действует требование Банка России к предельной долговой нагрузке, которая не должна превышать 50%, т. е. банк не одобрит заявку, если на погашение ежемесячных обязательств по всем кредитам потребуется больше 50% официальных доходов заемщика¹². Таким образом, теория ограничений по ликвидности предполагает положительную зависимость БРД от заработка, необходимого для одобрения кредита.

Брать займы и быть в долгу часто преподносится как нечто нехорошее; так, мол, поступают те, у кого денег мало, но хочется жить не по средствам. В реальности вовсе не безденежье порождает большую часть долгов, и вообще брать займы не всегда плохо. По данным Федеральной резервной системы США, богатые американцы занимают больше денег, чем бедные¹³. Банки выдают богатым больше крупных кредитов под залог их собственности. Крупные кредиты позволяют покупать дорогую недвижимость, но и «вешают» на покупателей крупные долги. Люди с небольшим доходом не могут рассчитывать на столь же обильное кредитование их жилищных проектов. Срабатывает ограничение по ликвидности.

Теория ценообразования на рынке жилья

Для моделирования ценообразования на рынке жилья обычно используется модель жизненного цикла потребления жилья, в которой репрезентативный агент выбирает между жильем и другими товарами, сравнивая их пожизненную максимальную полезность [Muellbauer, Murphy, 2008]. Дополнив ограничениями, с которыми агент сталкивается на кредитном рынке, А. Анудсен и Е. Йенсен [Anundsen, Jansen, 2013] вывели из проблемы максимизации условие равновесия цены жилья, которое после операционализации имеет следующую лог-линейную форму:

$$p_t = c_p + \theta_d d_t + \theta_y y_t - \theta_k k_t - \theta_R R_t + v_t, \quad (1)$$

где p_t — реальная цена жилья; c_p — свободный член (константа); d_t — реальный долг домохозяйств; y_t — реальный располагаемый доход домохозяйств; k_t — реальный запас жилья; R_t — реальная процентная ставка за вычетом налогов; v_t — стохастический остаточный член регрессии.

Уравнение (1) определяет цену жилья как функцию долга и дохода домохозяйств, а также объема жилья на рынке и процентной ставки, и все это за вычетом инфляции. Впечатленные работой Т. Фицпатрика и К. Маккуина [Fitzpatrick, McQuinn, 2007], Анудсен и Йенсен дополнили свою модель следующим уравнением долга домохозяйств:

$$d_t = c_d + \phi_p p_t + \phi_y y_t + \phi_k k_t - \phi_R R_t + v_t. \quad (2)$$

Уравнение (2) определяет долг как функцию цены жилья, дохода домохозяйств, объема имеющегося жилья и процентной ставки, и все это за вычетом инфляции. Соответственно, банки выдают больше ипотечных кредитов тем домохозяйствам, у которых залог больше, доход выше или процентные платежи меньше.

¹² Густова Н. Как вырастет ипотечный платеж в мегаполисах с отменой льготной программы. РБК, 20 июня 2024 г. URL: <https://reality.rbc.ru/news/66714e489a79478543c1d058>.

¹³ The FRED Blog. The rich borrow, too. URL: <https://fredblog.stlouisfed.org/2019/11/the-rich-borrow-too/>.

ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

Анализируемые данные

Для достижения цели настоящего исследования из данных официальной статистики сформирована панель, охватывающая 81 субъект Российской Федерации за 2000–2022 гг. Это сбалансированная панель, т. е. набор данных, в котором для каждого региона имеются наблюдения по одинаковым переменным. Если панель содержит N регионов и T лет, то число строк (r) в ней составит $r = N \times T$. В данном случае $r = 81 \times 23 = 1863$. Наша сбалансированная панель широкая (N) и неглубокая (T). Справа от столбца «Год» — столбцы, где хранятся десятки тысяч значений переменных эмпирической модели (табл. 2). Панельные данные, объединяя межрегиональные различия с внутрирегиональной динамикой, дают исследователю больше информации, чем перекрестные данные и отдельно взятые временные ряды, и повышают надежность оценок параметров эмпирической модели.

Таблица 2

Панельная организация анализируемых данных

Код региона	Регион	Год	Ln (БРД)
1	Республика Адыгея (Адыгея)	2000	
...
1	Республика Адыгея (Адыгея)	2022	
...
89	Ямало-Ненецкий автономный округ	2000	
...
89	Ямало-Ненецкий автономный округ	2022	

Примечание. Коды регионов взяты из справочника Федеральной налоговой службы «Субъекты Российской Федерации». Из-за неполных данных в панель не попали Чеченская Республика, Республика Крым, г. Севастополь, иные территории, включая город и космодром Байконур. В панель вошли Тюменская область с Ханты-Мансийским и Ямало-Ненецким автономными округами и эти округа отдельно, а также Архангельская область с Ненецким автономным округом. Данные приведены к административно-территориальному устройству России по состоянию на 2021 г.

Источник: составлено автором по данным сборника Росстата «Регионы России. Социально-экономические показатели» за 2000–2022 гг.

Переменные эмпирической модели

В нашей эмпирической модели зависимая переменная — БРД. В реальности оно зависит от множества факторов. Региональная статистика обеспечивает операционализацию многих из них. Но даже выбор из этого короткого списка — проблема. Здесь мы руководствовались следующим замечанием классиков эконометрики Д. Е. Фаррара и Р. Р. Глобера: «Из комбинации теории, наличной информации и догадки выбираются переменные для объяснения поведения данной зависимой переменной... Все они редко представляют одинаковый интерес. Теоретические вопросы обычно фокусируются на сравнительно малой части переменных... Только одна или по крайней мере две-три стратегически важные переменные обычно присутствуют в регрессионном уравнении» [Farrar, Glauber, 1964, p. 14, 16, 49]. С ростом числа регрессоров каждый из них измеряет лишь различные нюансы одних и тех же немногих базовых факторов. Исследователь просто размазывает базовую выборочную информацию все более тонким слоем по растущему числу регрессоров, создавая для себя такую непростую проблему, как мультиколлинеарность.

Какие «две-три» переменные считать «стратегически важными»? Теория (ТЖЦ в первую очередь) подсказывает, что первыми претендентами на эту роль являются доля населения трудоспособного возраста в населении региона и потребление, «заманивающее»

потребителей на кредитный рынок. Отдавая должное ТОЛ, стоит иметь в виду и такой важный ограничитель ликвидности, как заработная плата. Это «стратегически важные» переменные. Что касается цен на жилье, из отмеченной Фарраром и Глобером «комбинации теории, наличной информации и догадки» сработала обоснованная догадка. Нетрудно догадаться, что цена жилья тоже важный фактор изменения БРД. С ее опережающим ростом по отношению к денежному доходу растет потребность в заемных средствах для реализации жилищных проектов.

«Наличная информация», т. е. сборник Росстата «Регионы России. Социально-экономические показатели», поддерживает превращение этих величин в следующие измеряемые переменные (регрессоры):

- доля населения трудоспособного возраста в населении региона (НТВ)¹⁴, %;
- годовые потребительские расходы населения (ПНР) в процентах от денежного дохода, %;
- среднемесячная номинальная начисленная заработная плата (НЗП) работников организаций, руб.;
- средняя цена на рынке первичного жилья (ЦПЖ), тыс. руб. за кв. метр общей площади на конец года.

Отсутствие в этом списке объема имеющегося жилья (k_t) и процентной ставки (R_t), включенных в уравнение (2), объясняется отсутствием соответствующей статистики в указанном сборнике. Но в уравнение включена очень полезная переменная, отражающая влияние цикла деловой активности на БРД, именуемая разрывом выпуска разность между фактическими значениями ВРП и его трендом в процентах от ВРП (ЦДА)¹⁵.

Таблица 3

Связи переменных с теорией и ожидаемое влияние на БРД

Переменная	Соединяет эмпирическую модель	Влияние
НТВ	с теорией жизненного цикла	Положительное
ПНР	с теорией жизненного цикла	Положительное
НЗП	с ограничениями по ликвидности	Положительное
ЦПЖ	с теорией ценообразования на рынке жилья	Положительное
ЦДА	с циклом деловой активности	Отрицательное в период циклического подъема

Источник: составлено автором.

Регрессоры прологарифмированы, кроме ЦДА, чтобы устранить разноразмерности измерения, убрать мультипликативные эффекты и выразить коинтегрирующее уравнение в терминах роста¹⁶. Переменная ЦДА не прологарифмирована из-за отрицательных значений и поделена на 100. Принятый в данной работе доверительный интервал — 95% (уровень значимости $\alpha = 0,05$). Критерий выбора числа лагов и иных параметров расчетов — информационный критерий Акаике (AIC).

Первым делом надо было проверить регрессоры на мультиколлинеарность. «Мультиколлинеарность представляет собой угрозу — часто очень серьезную угрозу — как должной спецификации, так и эффективной оценке структурных отношений, обычно исследуемых

¹⁴ До 2020 г. трудоспособный возраст для мужчин — 16–59 лет, для женщин — 16–54 года; в 2020 г. — 16–60 лет, 16–55 лет; в 2021 г. — 16–61,5 года, 16–56,5 года.

¹⁵ Для извлечения тренда с помощью фильтра Ходрика — Прескотта со сглаживающим параметром 100 использована надстройка Excel HP Filter К. Аннена (Hodrick Prescott Filter). URL: <http://web-reg.de/webreg-hodrickprescott-filter/>.

¹⁶ В логарифмической регрессии коэффициент при регрессоре X показывает, на сколько процентов меняется зависимая переменная Y при изменении X на 1%, и ассоциируется с эластичностью Y по X .

с помощью регрессионной техники... Она становится проблемой, если подрывает критически важные для анализа независимые переменные... Мультиколлинеарность среди некритических переменных можно игнорировать», — отмечали Фаррар и Глобер [Farrar, Glauber, 1964, p. 5, 17, 49].

Две переменные совершенно коллинеарны, если между ними есть точная линейная зависимость, так что их корреляция равна 1 или -1. Совершенная (полная) коллинеарность встречается редко и обнаруживается популярными эконометрическими пакетами. Для выявления трудно уловимой «почти совершенной» (частичной) коллинеарности четырех «критически важных» регрессоров использован метод факторов инфляции дисперсии (variance inflation factors — VIF). $VIF_j = 1/(1 - R_j^2)$, где R_j^2 — коэффициент множественной корреляции регрессора j и других регрессоров. Минимальное возможное значение VIF равно 1. Значения больше 10 принято считать сигналом о наличии частичной мультиколлинеарности. У всех регрессоров $VIF < 10$.

Затем надо было проверить переменные на стационарность, иначе говоря, определить степень (d) их интеграции (I), для краткости $I(d)^{17}$. Тренд в среднем значении из-за наличия единичного корня — основная причина нарушения стационарности. В данной работе использован панельный тест Левина — Лина — Чу (LLC) с константой и нулевой гипотезой «Общий процесс единичного корня». Нулевая гипотеза опровергается в пользу гипотезы стационарности, если $p = \alpha < 0,05$. В нашей панели одна нестационарность; все переменные — $I(1)$, что открывает путь к коинтеграционному анализу (табл. 4).

Таблица 4

t-статистика LLC-теста на наличие единичного корня

Логарифм переменной (в скобках число лагов в тестовом уравнении)	t	$I(d)$
БРД (7)	27,433 (1,0000)	$I(1)$
НТВ (1)	2,1030 (0,9823)	$I(1)$
ПРН (2)	-1,045 (0,1481)	$I(1)$
НЗП (5)	14,568 (1,0000)	$I(1)$
ЦПЖ (4)	-0,658 (0,2551)	$I(1)$
ЦДА (2)	6,187 (1,0000)	$I(1)$

Примечания. Экзогенные переменные: индивидуальные эффекты. Авторский максимальный порядок лагов в тестовом уравнении: 8. Переменная признавалась нестационарной, если с лага 1 по лаг 8 гипотеза единичного корня не опровергалась хотя бы раз.

Источник: рассчитано автором.

Эмпирическая модель

С эмпирической точки зрения данное исследование представляет собой коинтеграционный анализ связи между БРД и «стратегически важными» переменными. Коинтеграция, теорию и методологию которой предложили нобелевские лауреаты К. Грэнджер и Р. Энгл, — это эконометрическая концепция, имитирующая пребывание нестационарных переменных в долгосрочном равновесии [Engle, Granger, 1987]. Экономисты понимают под равновесием желательное равенство фактических трансакций, а эконометристы — любую долгосрочную связь между нестационарными переменными. Коинтеграция не требует, чтобы эту связь генерировали рыночные силы или правила поведения экономических агентов.

Долгосрочная равновесная связь — свойство только коинтегрированных переменных. Коинтеграция — это когда нестационарные регрессоры, «разбежавшись» недалеко

¹⁷ Степень d показывает, сколько раз нужно дифференцировать переменную ($I \geq 1$), чтобы она стала $I(0)$.

и ненадолго в разные стороны, возвращаются в предсказанное теорией равновесие в новой точке. Корреляция коинтегрированных переменных может быть разной, но она всегда подлинная. Корреляция не отвечает на вопрос, какая переменная — причина, какая — следствие, а коинтеграция означает наличие хотя бы односторонней причинно-следственной зависимости.

Две или более случайных переменных коинтегрированы, если каждая переменная нестационарна, а их линейная комбинация стационарна, $I(0)$ [Engle, Granger, 1987, p. 253]. Стационарная линейная комбинация, именуемая коинтегрирующим уравнением, может рассматриваться как долгосрочное равновесное отношение между переменными. Любая теория равновесия, использующая нестационарные переменные, требует существования такой комбинации, иначе любое отклонение от равновесия не будет временным. В терминах уравнения (2) коинтегрирующее уравнение имеет следующую форму:

$$d_t - \phi_p p_t - \phi_y y_t - \phi_k k_t + \phi_R R_t - c_d = v_t \sim I(0). \quad (3)$$

Метод и результаты оценивания

Для оценивания параметров панельного коинтегрирующего уравнения доступны два метода: непараметрический метод полностью модифицированных наименьших квадратов (FMOLS) и параметрический метод динамических наименьших квадратов (DOLS). FMOLS дополнительно требует, чтобы переменные были интегрированы в равной степени, а регрессоры некоинтегрированы друг с другом. Наши переменные интегрированы в равной степени (табл. 6), но некоторые регрессоры действительно коинтегрированы друг с другом¹⁸. DOLS этих требований не предъявляет, потому и был использован для оценивания. Также учтено общее мнение представителей профессии эконометриста: «DOLS может быть более перспективным, чем FMOLS, как метод оценивания параметров коинтегрированных панельных регрессий», — считают Ч. Као, М-Х. Чян и Б. Чен [Kao et al., 1999, p. 6].

Као и Чян так описывают метод DOLS с объединенными временными рядами, в котором задействован обычный метод OLS для оценивания параметров коинтегрирующего уравнения в панели с $i = 1, 2, \dots, N$ и $t = 1, \dots, T$:

$$\tilde{y}_{it} = \tilde{X}'_{it}\beta + \sum_{j=-q_i}^{r_i} \Delta \tilde{X}'_{it+j} \delta_i - \tilde{v}_{1it}, \quad (4)$$

где \tilde{y}_{it} и \tilde{X}'_{it} — данные, очищенные от индивидуальных детерминированных трендов; $\Delta \tilde{X}'_{it+j}$ — специфические для i коэффициенты краткосрочной динамики.

Пусть Z_{it} — регрессоры, формируемые взаимодействием параметра $\Delta \tilde{X}'_{it+j}$ и кросс-групповых фиктивных переменных, и пусть $\tilde{W}'_{it} = (\tilde{X}'_{it} Z'_{it})$. Тогда DOLS-оценка коэффициента с объединенными временными рядами есть

$$\tilde{\beta}_{DP} = \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \tilde{W}_{it} \tilde{W}'_{it} \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \tilde{W}_{it} \tilde{y}'_{it} \right). \quad (5)$$

¹⁸ Панельный тест Педрони, реализуемый через ADF-тест и PP-тест с нулевой гипотезой «Коинтеграция отсутствует», обнаружил, что НТВ и НЗП коинтегрированы согласно ADF-тесту и PP-тесту, НТВ и ЦПЖ некоинтегрированы согласно PP-тесту и коинтегрированы согласно ADF-тесту, НЗП и ПРН коинтегрированы согласно ADF-тесту и PP-тесту и НЗП и ЦПЖ коинтегрированы согласно ADF-тесту и PP-тесту.

«Расшифровав» уравнение (4) и заменив нотацию уравнения (3) на более наглядную, запишем коинтегрирующее уравнение для панели с $i = 1, 2, \dots, 81$ и $t = 1, \dots, 23$:

$$\text{БРД}_{i,t} = c_0 + \phi_1 \text{НТВ}_{it} + \phi_2 \text{ПРН}_{it} + \phi_3 \text{НЗП}_{it} + \phi_4 \text{ЦПЖ}_{it} + \phi_5 \text{ЦДА}_{it} + v_{it}. \quad (6)$$

Ниже приведены DOLS-оценки уравнения (6) (табл. 5). Начать с того, что оценки коэффициентов имеют ожидаемый знак и статистически значимы, так как t -статистика показывает, что стандартные ошибки многократно меньше оценок коэффициентов. Судя по скорректированному коэффициенту детерминации R^2 , коинтегрирующее уравнение объясняет 99% вариации БРД. Напомним: коинтегрирующее уравнение подразумевает равновесие, его коэффициенты показывают уровень долгосрочного влияния регрессоров на БРД. Равновесие постоянно нарушается из-за шоков в правой части уравнения, но срабатывает механизм, возвращающий систему коинтегрированных переменных в новое равновесие¹⁹.

Таблица 5

DOLS-оценки параметров коинтегрирующего уравнения (6)

Логарифмы переменных	Оценки коэффициентов	Стандартные ошибки	t-значения	VIF
НТВ	1,494	0,558	2,68	2,40
НЗП	1,010	0,101	9,96	8,74
ПРН	0,671	0,191	3,51	1,42
ЦПЖ	0,501	0,102	4,91	7,96
ЦДА	-1,269	0,184	-6,90	1,26
Объясняющая сила и адекватность уравнения				
R^2				0,998
R^2 с поправкой на число степеней свободы				0,988
Стандартная ошибка регрессии				0,157
F-статистика теста Вальда				308,046 ($p = 0,000$)

Примечания. Зависимая переменная: $\ln_{\text{БРД}}$. Метод: динамические наименьшие квадраты. Выборка (скорректированная): 2000–2022 гг. Использовано периодов: 20. Использовано регионов: 81. Использовано панельных сбалансированных наблюдений: 1620. Панельный метод: пул-оценивание. Детерминированный член коинтегрирующего уравнения: свободный член (константа). Фиксированное число опережений и лагов: по одному. Долгосрочная дисперсия (ядро Бартлетта, фиксированный диапазон Ньюки-Уэста) использована как ковариат коэффициентов.

Источник: рассчитано автором.

Для сравнения друг с другом эластичностей БРД по регрессорам можно использовать следующий эталон. Если эластичность больше 1, то БРД эластично (его процентное изменение больше процентного изменения регрессора). Если эластичность меньше 1, то БРД неэластично (его процентное изменение меньше процентного изменения регрессора). Если эластичность равна 1, то БРД единично эластично (его процентное изменение равно процентному изменению регрессора).

Основным драйвером БРД является НТВ (доля населения трудоспособного возраста в населении региона). Положительная эластичность БРД по НТВ — 3,5% (на 1% роста НТВ). С ростом НПЗ на 1% БРД повышалось на 1,1%. БРД оказалось эластичным по НТВ и (почти) единично эластичным по НЗП. Теории жизненного цикла и ограничений по ликвидности нашли свое подтверждение в нашем исследовании. С ростом ПРН (отношения

¹⁹ Как работает этот механизм, см. [Алехин, 2021].

потребительских расходов к денежным доходам) на 1% БРД повышалось на 0,49%. Это эмпирический аргумент в пользу теории процента Фишера и других теорий, постулирующих положительную зависимость долга домохозяйств от их потребления. С ростом ЦПЖ (средней цены на первичном рынке жилья) на 1% БРД повышалось на 0,43%. БРД оказалась неэластичным по ПРН и ЦПЖ. С ростом разрыва выпуска на 1% (экономика растет) БРД снижалось на 1,26%, так как рост денежных доходов в хорошие времена позволяя занимать меньше и реже.

Заканчивая эмпирическую часть, мы выполнили тест Вальда, проверяющего гипотезу «никчемности» модели. Если приравнять коэффициенты регрессоров к нулю, то тест Вальда определит, насколько далеко их расчетное коллективное значение от нуля, чтобы быть значимым. Если F -статистика теста с достаточной вероятностью отвергает нулевую гипотезу, то модель считается адекватной. В нашем случае F -статистика имеет $p < \alpha = 0,05$, следовательно, коинтегрирующее уравнение адекватно.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Две теории обычно используются для обоснования эмпирических поисков драйверов задолженности домохозяйств — теория жизненного цикла и теория рационального кредита и ограничений по ликвидности. Наше исследование показало, что они частично объясняют рост бремени рублевого долга россиян. В соответствии с теорией жизненного цикла наиболее влиятельный драйвер бремени рублевого долга — доля населения трудоспособного возраста в населении региона. В этой возрастной группе находятся богатейшие россияне с крупнейшими долгами. Переходя к теории рационального кредита и ограничений по ликвидности, можно заключить, что домохозяйства, лишенные доступа к формальному кредитному рынку, имеют больше шансов оказаться на грани просроченной задолженности. Рациональное кредитование на основе ограничений по ликвидности находится в положительной связи с чрезмерным бременем долга и просроченной задолженностью. Наше исследование показало, что такое важное ограничение по ликвидности, как заработная плата, положительно связано с бременем долга. Чем богаче домохозяйство, тем больше возможностей оно имеет на кредитном рынке.

Рост бремени рублевого долга чреват отрицательными последствиями для заемщиков и кредиторов. В первом полугодии 2024 г. российские банки выставили на продажу рекордный за последние три года объем просроченной задолженности граждан — 129,6 млрд руб. Это почти на 25% больше, чем в первой половине 2023 г., написали 16 июля «Ведомости» со ссылкой на данные Национальной ассоциации профессиональных коллекторских агентств. При этом доля купленной коллекторами просроченной задолженности в январе — июне также оказалась рекордной для рынка за последние три года — 89,7% от всех выставленных на продажу долгов, или 115 млрд руб. В 2023 г. из 104 млрд руб. выставленной на продажу «просрочки» профессиональные взыскатели приобрели 90,1 млрд руб., или 86,6%²⁰.

²⁰ Заруцкая Н. Банки за полгода выставили на продажу рекордный объем долгов. Ведомости, 2024. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2024/07/16/1050171-banki-vstavili-na-prodazhu-rekordnii-obem-dolgov>.

Список источников / References

1. Алехин Б. И. Человеческий капитал и рост региональных экономик // Пространственная экономика. 2021. Т. 17. № 2. С. 57–80 / Alekhin B.I. (2021). Human Capital and Regional Economic Growth. *Prostranstvennaya Ekonomika – Spatial Economics*, 17 (2), 57–80 (in Russ.). <https://doi.org/10.15372/REG20190306>.
2. Ando A., Modigliani F. (1963). The “life cycle” hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *American Economic Review*, 53 (1), 55–84.
3. Anundsen A.K, Jansen E.S. (2013). Self-reinforcing effects between housing prices and credit. *Journal of Housing Economics*, 22 (3), 192–212.
4. Boug P., Hungnes H., Takamitsu K. (2024). The empirical modelling of house prices and debt revisited: a policy-oriented perspective. *Empirical Economics*, 66, 369–404.
5. Engle R., Granger C.W.J. (1987). Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica*, 55 (2), 251–276.
6. Farrar D.E., Glauber R.R. (1964). Multicollinearity in Regression Analysis: The Problem Revisited. Sloan School of Management. Massachusetts Institute of Technology.
7. Fisher I. (1930). Theory of interest: as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it. New York, NY: MacMillan.
8. Fitzpatrick T., McQuinn K. (2007). House prices and mortgage credit: empirical evidence for Ireland. *Manchester School*, 75 (1), 82–103.
9. Granger C.W.J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods. *Econometrica*, 37 (3), 424–438.
10. Jaffee D.M., Modigliani F. (1969). A theory and test of credit rationing. *American Economic Review*, 59 (5), 850–72.
11. Kao Ch. et al. (1999). International R&D Spillovers: An Application of Estimation and Inference in Panel Cointegration. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61, 693–711.
12. Modigliani F., Ando A.K. (1957). Tests of the life cycle hypothesis of savings. *Bulletin of the Oxford Institute of Statistics*, 19, 99–124.
13. Modigliani F., Brumberg R. (1954). Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. In: K.K. Kurihara (ed.), *Post-Keynesian economics* (388–436). New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
14. Muellbauer J., Murphy A. (2008). Housing markets and the Economy. *Oxford Review of Economic Policy*, 24 (1), 1–33.

Информация об авторе

Борис Иванович Алехин, доктор экономических наук, профессор, г. Москва

Information about the author

Boris I. Alekhin, Doctor of Economic Sciences, Professor, Moscow

Статья поступила в редакцию 19.07.2024
 Одобрена после рецензирования 22.12.2024
 Принята к публикации 07.02.2025

The article submitted July 19, 2024
 Approved after reviewing December 22, 2024
 Accepted for publication February 7, 2025

Организационно-экономические барьеры на пути развития устойчивого финансирования (на примере крупного промышленного бизнеса Уральского региона)

Юлия Георгиевна Лаврикова

E-mail: lavrikova.ug@uiec.ru, ORCID: 0000-0002-6419-2561

Институт экономики УрО РАН, г. Екатеринбург, Российская Федерация;
Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России,
г. Москва, Российская Федерация

Екатерина Олеговна Вегнер-Козлова

E-mail: vegner.kozlova.eo@uiec.ru, ORCID: 0000-0003-4182-6514

Институт экономики УрО РАН, г. Екатеринбург, Российская Федерация;
Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России,
г. Москва, Российская Федерация

Ольга Николаевна Бучинская

E-mail: buchinskaia.on@uiec.ru, ORCID: 0000-0002-5421-2522

Институт экономики УрО РАН, г. Екатеринбург, Российская Федерация;
Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России,
г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Несмотря на то, что рынок зеленых финансов на территории России стремительно развивается, темпы его роста все еще отстают от зарубежных стран. Для формирования стимулов включения ESG-повестки в стратегические планы промышленного сектора, а также адаптации участников финансового рынка к новым видам рисков, связанных с устойчивым развитием, необходимо выявление и решение ряда организационно-экономических проблем. В частности, следует выявить преграды на пути развития устойчивого инвестирования в ESG-проекты с позиции компаний реального сектора экономики, что обуславливает актуальность проведенного исследования.

Целью исследования являются выяснение причин отсутствия мотивов к инвестированию в ESG-проекты со стороны крупных предприятий промышленного сектора Уральского региона и поиск возможностей для адаптации ESG-повестки к потребностям предприятий и национальным интересам Российской Федерации в части достижения технологического суверенитета.

Задачи проведенного исследования включали определение отношения крупных промышленных предприятий Уральского региона к ESG-повестке с точки зрения общекорпоративных и правовых вопросов, а также к представлению нефинансовой отчетности и раскрытию информации о рисках, выявляемых с помощью учета ESG-факторов.

Методологической базой исследования служат результаты анкетного опроса управленческого персонала, ответственного за консолидацию ESG-повестки на крупных промышленных предприятиях Уральского региона.

Результаты. Все опрошенные компании выразили опасения, что раскрытие информации в ESG-отчетности может быть использовано недружественными странами в политических целях или другими компаниями в качестве инструмента недобросовестной конкуренции. При этом респонденты

продемонстрировали значительное внимание к проблемам негативного воздействия производственной деятельности на окружающую среду. В вопросах климатической повестки респонденты ориентируются на законодательные требования к снижению воздействия на климат. Полученные результаты могут быть полезны для формирования стимулов включения ESG-повестки в стратегические планы предприятий промышленного сектора, а также для адаптации участников рынка зеленых финансов к новым видам рисков, связанных с устойчивым развитием.

Ключевые слова: ESG-повестка, ESG-отчетность, зеленое финансирование, раскрытие информации, проблемы зеленого перехода

JEL: D22, G32, L53

Для цитирования: Лаврикова Ю. Г., Вегнер-Козлова Е. О., Бучинская О. Н. Организационно-экономические барьеры на пути развития устойчивого финансирования (на примере крупного промышленного бизнеса Уральского региона) // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 1. С. 108–125. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-108-125>.

© Лаврикова Ю. Г., Вегнер-Козлова Е. О., Бучинская О. Н., 2025

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-108-125>

Organizational and Economic Barriers to the Development of Sustainable Finance (on the Example of Large Industrial Businesses in the Ural Region)

Yuliya G. Lavrikova^{1, 4}, **Ekaterina O. Wegner-Kozlova**^{2, 5}, **Olga N. Buchinskaia**^{3, 6}

^{1, 2, 3} Institute of Economics, Ural Branch of RAS, Ekaterinburg, Russian Federation

^{4, 5, 6} Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation

¹ lavrikova.ug@uiec.ru, <https://orcid.org/0000-0002-6419-2561>

² vegner.kozlova.eo@uiec.ru, <https://orcid.org/0000-0003-4182-6514>

³ buchinskaia.on@uiec.ru, <https://orcid.org/0000-0002-5421-2522>

Abstract

Despite the fact that the green finance market in Russia is actively developing, its growth rates still lag behind foreign countries. In order to create incentives to include ESG agendas in the strategic plans of the industrial sector, as well as to adapt financial market participants to new types of risks associated with sustainable development, it is necessary to identify and solve a number of organizational and economic problems. In particular, it is necessary to determine barriers to the development of sustainable investment in ESG projects from the perspective of the real economy sector, which determines the relevance of the study.

The purpose of the study was to identify the reasons for the low spread of ESG projects in the activities of the large industrial sector of the Ural region in order to adapt the implementation of the ESG agenda to the needs of enterprises and the national interests of the Russian Federation. The objectives of the study included identifying the attitude of large industrial enterprises in the Ural region to the ESG agenda in terms of corporate and legal issues and operational activities and attitudes to the climate and environmental agenda, as well as determining the readiness of large businesses to use green finance and to disclose information about non-financial reporting and risks.

The methodological basis of the study was the results of a questionnaire survey of management personnel responsible for consolidating ESG policy at large industrial enterprises in the Ural region. The results are as follows. All the companies surveyed expressed concerns that disclosure of information in ESG reporting could be used by unfriendly countries for political purposes or by other entities as an instrument of unfair competition. At the same time, the respondents demonstrated significant attention to the negative environmental impact of production activities. In the matters of the climate agenda, respondents are currently guided by legislative requirements. Insufficient attention is also paid to ESG training of personnel.

The findings can be useful for creating incentives to include the ESG agenda in the strategic plans of the industrial sector, as well as for adapting green finance market players to new types of risks associated with sustainable development.

Keywords: ESG agenda, ESG reporting, green finance, disclosure, green transition challenges

JEL: D22, G32, L53

For citation: Lavrikova Yu.G., Wegner-Kozlova E.O., Buchinskaia O.N. (2025). Organizational and Economic Barriers to the Development of Sustainable Finance (on the Example of Large Industrial Businesses in the Ural Region). *Financial Journal*, 17 (1), 108–125 (in Russ.).
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-108-125>.

© Lavrikova Yu.G., Wegner-Kozlova E.O., Buchinskaia O.N., 2025

ВВЕДЕНИЕ

Задача перехода социально-экономической системы к устойчивому развитию занимает все большее место как в теоретических исследованиях, так и на практике, поскольку еще не найдено оптимальное решение относительно того, каким образом, реализуя переориентацию деятельности предприятий на более экологичные и социально ответственные практики, сформировать эффективно функционирующий устойчивый сегмент национального финансового рынка. Быстрые темпы развития зеленой повестки обостряют вопросы о неравномерности зеленого финансирования и предвзятости в таксономии зеленых проектов. Все большие масштабы приобретает феномен гринвошинга. В частности, согласно анонимному опросу 1491 руководителя различных компаний 58% руководителей в среднем по миру и 68% руководителей американских компаний признались в гринвошинге¹. Это говорит о том, что в системе связи зеленых финансов и реального производства имеются определенные противоречия, выявление которых позволит обозначить проблемы, с которыми сталкиваются органы власти в процессе мотивации бизнеса к финансированию проектов устойчивого развития. Повестка устойчивого развития зачастую используется как инструмент давления на конкурентов в экономических или политических целях [Бучинская, 2022], поэтому важным является соблюдение интересов российских предприятий в процессе осуществления национальной политики в данной области и нивелирование существенных рисков, к которым относятся: вероятность исключения из глобального управления, игра по чужим правилам, неэффективность принимаемых решений, потеря контроля над национальной экономикой [Яковлев, 2021].

Для формирования стимулов включения ESG-повестки в стратегические планы предприятий промышленного сектора, а также адаптации участников финансового рынка к новым видам рисков, связанных с устойчивым развитием, необходимо выявление и решение ряда организационно-экономических проблем. В частности, следует иметь четкое представление о барьерах, препятствующих, с точки зрения бизнеса, развитию устойчивого инвестирования. Целью настоящего исследования стало выяснение причин слабой заинтересованности российских предприятий в реализации ESG-проектов. Объектом изучения являются крупные промышленные предприятия Уральского региона. Полученные результаты могут представлять интерес для национального регулятора, поскольку уточняют условия формирования стимулов включения ESG-повестки в стратегические планы

¹ 68% of U.S. execs admit their companies are guilty of greenwashing. URL: <https://www.fastcompany.com/90740501/68-of-u-s-exec-s-admit-their-companies-are-guilty-of-greenwashing>.

промышленного сектора, а также раскрывают реальную ситуацию в части выбираемого компаниями подхода к адаптации к новым видам рисков, связанных с устойчивым развитием.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Вопросы финансирования ESG-проектов, зеленого энергоперехода, решения климатических проблем и целесообразности участия в ESG-повестке предприятий финансового и реального секторов являются крайне сложными и дискуссионными. Рассматривая вопросы ESG-финансирования в целом, Ж. А. Мингалева и М. В. Сигова говорят о таких проблемах, как недостаточность аккумулирования финансовых средств для достижения углеродной нейтральности, отсутствие эффективных инструментов стимулирования инвестиций в зеленую энергетику, сильную политизированность повестки, сложность перенастройки финансовой системы для финансирования экологических проектов и др. [Мингалева, Сигова, 2022]. В исследовании [Андреева, Сониная, 2022] обращается внимание на инфляцию как сдерживающую силу финансирования ESG-проектов, пониженное внимание к экологической составляющей ESG, вызванное санкционным давлением, а также относительно малую заинтересованность потребителей и инвесторов в ESG-повестке. Для повышения прозрачности и привлечения финансирования Е. Е. Фролова рекомендует использовать скандинавский опыт и, в частности, закрепить целевые показатели устойчивости в бюджетах органов государственного управления всех уровней, а также в ключевых профильных нормативных документах [Фролова, 2020]. В статье [Чувычкина, 2022] к факторам, сдерживающим ESG-развитие России, отнесены структурные и геополитические факторы, недостаточно благоприятный в целом инвестиционный климат и только зарождающаяся культура ответственного инвестирования.

Ключевую роль в реализации практик ESG-финансирования играют представители бизнеса. Особое внимание предприятия уделяют возникающим при этом рискам. Так, в публикации [Смирнов, 2020] отмечается, что риски ESG интерпретируются компаниями как ситуации, вызывающие финансовые и/или репутационные потери, ввиду чего транснациональные компании выстраивают комплексную ESG-политику (вплоть до проверки поставщиков на приверженность ESG-ценностям). Важную роль в этом играют системы отчетности и раскрытия информации, в частности, все большее значение приобретают международные стандарты финансовой отчетности (МСФО). Так, в 2023 г. Совет по международным стандартам устойчивого развития опубликовал первые стандарты МСФО по раскрытию информации в области устойчивого развития S1 и S2, регламентирующие раскрытие корпоративной информации о рисках, связанных с устойчивым развитием и изменением климата². Тем не менее данные стандарты, как и система МСФО в целом, не получают широкого распространения в России. Это связано с рядом существенных факторов, отмеченных Г. К. Злотниковой [Злотникова и др., 2023], среди которых особо следует выделить нехватку квалифицированного персонала, высокие затраты и сопротивление руководства компании отражению полной и прозрачной информации в финансовой отчетности. Последнее особенно актуально в условиях новой реальности, когда раскрытая информация может быть использована в рамках недобросовестной конкуренции или санкционного давления. Необходимо отметить, что сопротивление раскрытию информации не является характерным исключительно для России или развивающихся стран. В исследовании [Но, 2022] отмечается, что разногласия по поводу обоснования реформы раскрытия ESG-отчетности и формы, которую она должна принимать, привели к инерции и сопротивлению со стороны бизнес-сообщества и некоторых членов комиссии США по

² МСФО S1 и S2: новые стандарты в области устойчивого развития. URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2023/08/ru-ifrs-sustainability-standards-at-a-glance-august-2023.pdf>.

ценным бумагам, отстаиванию прав бизнеса при принятии правил отчетности, которые основаны на способности самих компаний решать, что следует раскрывать. Э. Клементино и Р. Перкинс, анализируя отношение итальянского бизнеса к участию в ESG-рейтингах, приходят к заключению, что подчинение компаний требованиям ESG-рейтингов или сопротивление им в значительной степени зависит от коммерческих соображений, включая восприятие менеджерами ценности положительного ответа на рейтинги ESG для бизнеса и их соответствия более широким корпоративным целям и стратегиям [Clementino, Perkins, 2021]. В целом исследования свидетельствуют об успешном использовании зеленых финансов для экологизации деятельности предприятий. Например, Я. Лю и др. рассматривают две стороны зеленого перехода: расширение возможностей зеленого финансирования и повышение прозрачности и раскрытия информации об экологических рисках. При этом авторы рекомендуют расширять каналы зеленого финансирования, такие как зеленый кредит, зеленые облигации и т. д., чтобы обеспечить предприятия достаточными средствами и тем самым смягчить их финансовые трудности. Особое внимание авторы уделяют созданию системы стимулирования предприятий к участию в «зеленых» исследованиях в виде применения налоговых льгот и субсидий на исследования в области зеленых технологий [Lyu et al., 2024]. Конкретный инструментальный, сочетающий усиление налогового давления на предприятия-загрязнители с введением налоговых льгот, налоговых и инвестиционных налоговых кредитов, стимулов для инвестиций в зеленые технологии, предлагают С. И. Чужмарова и А. И. Чужмаров [Чужмарова, Чужмаров, 2023].

Наряду с этим, теоретический базис не позволяет в настоящее время занять докательную позицию по вопросам финансовой целесообразности для компаний участия в ESG-проектах. В исследовании [Whelan et al., 2021] проанализирована результативность с точки зрения воздействия ESG на финансовые показатели компаний (операционные показатели, ROE, рентабельность инвестиций в акции компании или группы компаний), на показатели, ориентированные на инвестиционную эффективность (с точки зрения инвестора), а также на показатели, оценивающие низкоуглеродные стратегии. Положительная взаимосвязь между ESG и финансовыми показателями была определена для 58% исследований, сосредоточенных на операционных показателях, и только 8% демонстрируют отрицательную взаимосвязь. В инвестиционных исследованиях, которые фокусировались на параметрах портфеля акций с поправкой на риск, 59% показали аналогичные результаты по сравнению с традиционными инвестиционными подходами, в то время как 14% обнаружили отрицательную взаимосвязь. В статье [Arvidsson, Dumay, 2022] сделан вывод о том, что мировые риски, связанные с климатическими изменениями или такими событиями, как COVID-19, требуют качественного улучшения показателей ESG, а не количества или отчетности ESG. В работе С. Аурели и др. [Aureli et al., 2020] затронут аспект паттернов корпоративного поведения относительно ESG-повестки. Отмечается, что компании реагируют на необходимость раскрытия ESG-информации не только под действием законодательного принуждения. Аспект влияния потребителей на корпоративное поведение в рамках повестки ESG также отмечен в работе [Arvidsson, Dumay, 2022] в качестве потенциально нового решения проблемы несостоятельности политики и практики корпоративной отчетности. Исследование Е. Поповой и Н. Стрих [Popova, Strikh, 2022] позволило эмпирически проверить гипотезу о влиянии практики экологического, социального и корпоративного управления на результаты деятельности компаний. Авторы предположили, что с точки зрения ESG забота об окружающей среде связана с рациональными ожиданиями экономических выгод в будущем. В публикации [Efimova et al., 2021] проведена проверка обоснованности утверждения, что приверженность ESG является фактором рыночной доходности для инвесторов. В статье [Xie et al., 2019] изучалась взаимосвязь между корпоративной эффективностью и корпоративной устойчивостью для определения, могут ли компании, занимающиеся ESG-проектами, быть эффективными и прибыльными. При этом авторы работы исследовали зависимость эффективности от уровня раскрытия

информации, доказывая, что корпоративная эффективность в большей степени связана со средним уровнем раскрытия информации ESG, чем с низким или высоким уровнем.

Исходя из анализа вышеприведенных исследований, можно выявить слабые места в развитии ESG-финансирования:

- отсутствие эффективных инструментов стимулирования инвестиций;
- сложности, связанные с геополитической напряженностью и санкционным давлением;
- непрозрачность и субъективность отчетности, рейтингования и принятия решений о финансировании;
- ориентация на отчетность, а не на улучшение ESG-показателей;
- отсутствие научно обоснованной доказательной позиции по ряду существенных вопросов в оценке ESG-показателей;
- отсутствие явных экономических выгод от ESG-повестки.

Если финансовый сектор готов развиваться и его сдерживает в основном недостаток информации, отсутствие опыта и регулирования, то реальный сектор гораздо более осторожен и консервативен в плане принятия ESG-повестки и связанных с ней обязательств, что обусловлено его практическими задачами сохранения конкурентоспособности.

УРОВЕНЬ РАЗВИТИЯ ЗЕЛЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ

Как уже было отмечено в обзоре литературы, ESG-финансирование для России является сравнительно новым явлением, эволюционирующим значительно медленнее по сравнению с другими странами. Для анализа его текущего состояния можно воспользоваться критериями развития устойчивых финансов, выделяемыми Deutsche Bank.

1. Формирование таксономии и усиление регулирования, надзора и контроля в отношении маркировки финансовых инструментов как зеленых или устойчивых.
2. Высокий спрос со стороны ответственных инвесторов на выпуски ESG-облигаций.
3. Выпуск облигаций, связанных с устойчивостью (SLB-облигаций) в качестве «переходных» инструментов, который позволяет проводить эмиссию ESG-инструментов компаниям, чья деятельность не связана с интенсивными выбросами.
4. Наличие корпоративного стимула к ведению деятельности в формате ESG, сигнализирующем о прогрессе в реализации стратегии «чистого нуля» и обеспечивающем преимущества при ценообразовании и размещении маркированных облигаций [Довбий и др., 2022].

В России таксономия зеленых проектов была принята в 2021 г.³, но с остальными критериями наблюдаются существенные проблемы. В частности, все еще низким является спрос со стороны ответственных инвесторов. Во-первых, это связано с уходом крупных институциональных инвесторов из России, во-вторых — с отсутствием отечественного инвестора. Н. А. Львова связывает это с информационными, регуляторными и структурными ограничениями, а также с высоким значением банковского и бюджетного финансирования [Львова, 2019]. В исследовании [Овечкин, 2021] рассматриваются такие проблемы, как низкий уровень заинтересованности и осведомленности инвесторов в ESG-вопросах, слабое развитие инструментов ответственного инвестирования и недостаток необходимой информации по ESG-уровню компаний. Важным фактором является и то, что российские инвесторы, осуществлявшие в том числе зеленые инвестиции, в современных условиях столкнулись с существенными санкционными рисками, в частности потеряли

³ Постановление Правительства РФ от 21.09.2021 № 1587 (ред. от 30.12.2023) «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации». URL: <https://base.garant.ru/402839344/>.

доступ к замороженным иностранным ценным бумагам [Володина, Траченко, 2023]. Это, с одной стороны, делает потенциальных инвесторов — как российских, так и зарубежных из дружественных стран — более осторожными в плане размещения своих средств, но, с другой стороны, должно привести к увеличению российских внутренних инвестиций. Однако в сложившейся ситуации нельзя с уверенностью сказать, что данный рост коснется и зеленых инвестиций тоже.

В результате в российских условиях устойчивые финансы развиваются неоднозначно: согласно данным компании АКРА, доля ESG-облигаций в совокупном объеме новых размещений в 2023 г. составила около 2%, в то время как в целом их доля занимает 5–10% от общемирового объема. 46% от ESG-облигаций, выпущенных российскими эмитентами, были зеленые, 31% — облигации устойчивого развития и 23% — социальные облигации. В мире эта пропорция составляет 67,1; 14,4 и 15,5% соответственно. Это свидетельствует о низкой доле зеленого финансирования в стране. Итоговый объем размещений за 2023 г. оказался на 10,7% меньше, чем предполагалось в базовом сценарии АКРА, и на 32,6% меньше, чем в 2021 г. Однако по сравнению с 2022 г. этот показатель увеличился на 34,5%, что говорит о случившемся год назад резком спаде зеленой финансовой активности и постепенном, но медленном ее восстановлении⁴.

Выпуск зеленых облигаций на российском финансовом рынке крайне неоднороден, как это показано на рис. 1.

Рисунок 1

Распределение эмитентов зеленых облигаций по видам деятельности



Источник: рассчитано авторами по данным ВЭБ.РФ. URL: <https://veb.ru/ustojchivoe-razvitie/zeljonoefinansirovanie/vypuski-finansovykh-instrumentov/>.

Что касается состава эмитентов зеленых облигаций, то, исходя из данных, опубликованных Корпорацией развития ВЭБ.РФ⁵, видно, что наибольшую долю эмитентов составляют

⁴ Российский рынок ESG-облигаций: период переосмысления. URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/2762/>.

⁵ Выпуски финансовых инструментов устойчивого развития. ВЭБ.РФ. URL: <https://veb.ru/ustojchivoe-razvitie/zeljonoefinansirovanie/vypuski-finansovykh-instrumentov/>.

организации по производству и закупке транспорта, государство в лице Государственной корпорации развития ВЭБ.РФ и региональные органы власти, представленные исключительно Правительством г. Москвы. Чуть меньшую долю занимают финансовые организации. Остальные эмитенты немногочисленны и значительно отстают по объему выпуска облигаций. Соответственно, возникает вопрос, почему зеленые облигации и зеленое кредитование не востребованы российским бизнесом? Очевидно, на текущий момент отсутствуют существенные стимулы для российского бизнеса использовать подобные инструменты финансирования своих инвестиций в технологическую модернизацию. Это подтверждает и Е. Д. Малевская-Малевич, говоря о том, что объем устойчивых инвестиций в основной капитал компаний остается на стабильно низком уровне, а компании — потенциальные эмитенты зеленого финансирования — не мотивированы вкладывать капитал в свое устойчивое развитие [Малевская-Малевич, 2023]. Таким образом, существенным провалом в развитии зеленых финансов является слабое включение в зеленое финансирование промышленного сектора, который должен быть главным участником системы зеленого перехода. Ввиду этого важно выяснить отношение реального бизнеса к зеленому финансированию и определить основные сдерживающие факторы, препятствующие принятию российским бизнесом зеленой повестки. Эти задачи послужили исходным пунктом настоящего эмпирического исследования.

ОТНОШЕНИЕ КРУПНЫХ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ УРАЛЬСКОГО РЕГИОНА К ESG-ПОВЕСТКЕ

Принимая во внимание результаты зарубежных и отечественных исследований, для выявления основных причин консервативного отношения российских компаний к вопросам ESG-повестки и зеленого финансирования был проведен анкетный опрос управленческого персонала, ответственного за консолидацию политики ESG на крупных промышленных предприятиях металлургической отрасли Уральского региона.

Актуальность исследования в указанной отрасли определяется тем, что в настоящее время все более проявляется приоритетность отраслей реального сектора экономики, обеспечивающих конкурентоспособность на мировых рынках и геополитическую безопасность страны. Устойчивое снабжение сырьем (металлами) является необходимым условием функционирования автомобилестроения, аэрокосмической промышленности и других отраслей. Участие металлургической промышленности в ESG-повестке требует учета отраслевой специфики и минимизации возможных рисков для предприятий ввиду существенной нагрузки, оказываемой их деятельностью на экологические системы.

Вопросы анкеты основывались на ряде документов по раскрытию информации, применяемых зарубежными компаниями в области ESG-повестки и корпоративной социальной ответственности, к которым относятся следующие.

— Руководство по отчетности в области устойчивого развития (G4 Global Reporting Initiative)⁶.

— Рекомендации Целевой группы по раскрытию финансовой информации, связанной с изменением климата (Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures)⁷.

— Исследование в области окружающей среды, социальной сферы и управления (ESG), Институт CFA (Environmental, social and governance (ESG) survey, CFA institute)⁸.

⁶ <https://respect.international/g4-sustainability-reporting-guidelines-implementation-manual/>.

⁷ <https://www.fsb-tcfd.org/recommendations/>.

⁸ <https://ipc.cfainstitute.org/en/research/surveys/esg-survey-2015>.

— Анкета по изменению климата Проекта по раскрытию информации о выбросах углерода 2023 г. (CDP Climate Change Questionnaire 2023)⁹.

— Выборочное исследование по глобальной оценке корпоративной устойчивости S&P (S&P Global CSA Sample Survey)¹⁰.

Проведенное исследование было направлено на выявление спектра мнений касательно организационно-экономических барьеров развития устойчивого финансирования. Работа проводилась на основе метода группового анкетирования, с последующим обсуждением представленных ответов. Респонденты для анкетирования отобраны по принципам формирования фокус-групп, что позволило обеспечить качественный подбор участников. При отборе респондентов ставилась задача гомогенности социальных и профессиональных характеристик участников, что не предполагало однородности во взглядах на обозначенную в исследовании проблематику, однако результаты продемонстрировали достаточно сильное единодушие респондентов, что, по всей видимости, объясняется спецификой отрасли, представители которой приняли участие в анкетировании. В исследовании приняли участие 12 предприятий горнодобывающей и перерабатывающей промышленности, часть которых входит в состав холдинговых структур.

Для исключения конфликта интересов на вопросы применения ESG-факторов в деятельности компании анкета заполнялась от лица ключевого ответственного за ESG-повестку менеджера компании. Таковыми лицами являлись следующие представители управленческого персонала, которым рассылалась анкета:

- менеджеры по ESG и устойчивому развитию;
- финансовые директора / CFO;
- операционные директора / COO, на которых возложены вопросы ESG-повестки;
- представители советов директоров, отвечающие за ESG-политику/стратегию компаний;
- другие руководители компаний, ответственные за консолидацию ESG-политики.

Социальный статус респондентов (принадлежность к топ-менеджменту, ответственному за консолидацию политики ESG) гарантировал владение специфичной, недоступной для других информацией касательно изучаемой проблематики.

В анкете было 76 вопросов по стратегии и практике внедрения ESG-регулирующего на предприятии:

- вопросы по формату отчетности и восприятию компаниями рисков, связываемых с раскрытием информации;
- правовой блок;
- вопросы по раскрытию внутренних подходов и регламентов к учету ESG-рисков в деятельности компании;
- вопросы климатической и экологической повестки.

Вопросы по формату отчетности и восприятию компаниями рисков, связываемых с раскрытием информации

В блоке вопросов по формату отчетности и восприятию компаниями рисков, связываемых с раскрытием информации, единодушие ответов респондентов касалось осознанности компаний относительно наличия рисков от ESG-повестки. При этом компании продемонстрировали разумную готовность раскрывать часть нефинансовой информации. Наряду с этим, в настоящий момент респонденты говорят о неготовности компаний вводить специализированный персонал либо специализированные международные сертификаты в области ESG (табл. 1).

⁹ <https://www.cdp.net/en/guidance>.

¹⁰ <https://www.spglobal.com/esg/csa/>.

Таблица 1

Вопросы по формату отчетности и восприятию компаниями рисков, связываемых с раскрытием информации, на которые получены единогласные ответы респондентов

100% респондентов признают	100% респондентов отрицают
Возможность использования информации из ESG-отчетности в качестве инструмента недобросовестной конкуренции. Возможность использования информации из ESG-отчетности в политических целях представителями недружественных стран. Наличие в компании документов и процедур, которые бы позволяли обжаловать нарушения трудового законодательства. Готовность компании раскрывать информацию отдельным внешним контрагентам (напр., аудиторам при оценке судебных исков)	Наличие специального персонала (подразделения) для управления вопросами ESG. Наличие специально разработанной «Политики ESG»

Источник: составлено авторами по данным опроса.

Интерес представляют комментарии участников. В частности, компании предпочитают годовой период нефинансовой отчетности. Основной причиной, по которой компания не принимает во внимание вопросы ESG в своем инвестиционном анализе, названо отсутствие спроса со стороны внешних потребителей (клиентов и/или инвесторов). Респонденты также отметили, что публичное высказывание мнения руководителя компании о повестке ESG и устойчивого развития является необходимым, поскольку это демонстрирует показатель прозрачности политики в сфере устойчивого развития.

Далее представлены вопросы, относительно которых мнения разделились (табл. 2).

Таблица 2

Вопросы анкеты по формату отчетности и восприятию компаниями рисков, связываемых с раскрытием информации, на которые не получены единогласные ответы респондентов

Вопросы анкеты	Ответы
Готовность публично раскрывать объемы и границы отчетности в рамках раскрытия информации об устойчивом развитии	Компания публично раскрывает границы отчетности или объем отчетности, используемый для раскрытия информации об устойчивом развитии, — 50%. Компания публично раскрывает критерии, используемые для раскрытия данных об устойчивом развитии (например, список регионов присутствия или подразделений), — 50%
Наличие противоречий между интересами безопасности предприятия и требованиями к раскрытию информации в ESG-отчетности	Противоречия есть. Раскрытая информация может быть недобросовестно использована конкурентами — 66%. Противоречий нет — 34%
Ваша оценка влияния наличия ESG-отчетности на конкурентоспособность компании	Способствует повышению конкурентоспособности — 66%. Нет влияния / не можем оценить — 34%

Источник: составлено авторами по данным опроса.

Правовой блок

Блок правовых вопросов подтвердил, что компаниям знаком «принцип предосторожности»¹¹ и что респонденты не видят противоречий между российским законодательством и требованиями к раскрытию информации в ESG-отчетности (табл. 3).

¹¹ Принцип, принятый на Конференции ООН по окружающей среде и развитию (1992 г.). Если существует угроза нанесения серьезного или необратимого ущерба окружающей среде, недостаточная научная обоснованность этих предположений не должна использоваться в качестве основания отложить реализацию мер, направленных на предотвращение экологической деградации. URL: <https://www.eionet.europa.eu/gemet/ru/concept/>.

**Вопросы, на которые получены
единогласные ответы респондентов по правовому блоку**

100% респондентов признают	100% респондентов отрицают
Применение в операционной деятельности компании выражения «использование организацией принципа предосторожности»	Наличие у компании случаев противоречия между российским законодательством и требованиями к раскрытию информации в ESG-отчетности

Источник: составлено авторами по данным опроса.

Отталкиваясь от факта, что выбор показателей и оцениваемых параметров для подкатегории «Практика трудовых отношений и достойный труд» основан на международно признанных универсальных стандартах¹², респондентам был задан вопрос, применяет ли компания положения из перечисленных документов. Ответы на указанный вопрос разделились в пропорции 50 на 50%. Респондентам не предлагалось уточнить, какие именно нормы они включили в свою деятельность.

Вопросы по раскрытию внутренних подходов и регламентов к учету ESG-рисков в деятельности компании

Вопросы в рамках операционной деятельности вызвали большее единодушие респондентов в части отрицательных ответов. Выявлено, что в настоящий момент реальный сектор не стремится к систематической работе по продвижению ESG-повестки, что выражается в отсутствии обучающих программ, мониторинга контрагентов по ESG-параметрам, готовности раскрыть определенные параметры деятельности (табл. 4).

Таблица 4

**Вопросы, на которые получены единогласные ответы респондентов
по блоку вопросов по раскрытию внутренних подходов и регламентов
к учету ESG-рисков в деятельности компании**

100% респондентов признают	100% респондентов отрицают
При закупочной деятельности компания оценивает наличие трудовых споров (потенциальное нарушение трудового законодательства) в компаниях-контрагентах. Наличие в компании политики информирования общественности (негативные новости). Компания последовательно придерживается принципа раскрытия информации для общественности	Проведение компанией тренингов по ESG для персонала. Учет компанией эффективности поставщика по ключевым показателям ESG при принятии решений о закупках. Готовность раскрывать информацию об операционной деятельности

Источник: составлено авторами по данным опроса.

Неготовность раскрыть информацию касалась следующих параметров:

- методы определения существенного финансового или стратегического воздействия на бизнес со стороны третьих сторон;

¹² Всеобщая декларация о правах человека, 1948 г.; Международная конвенция о гражданских и политических правах, 1966 г.; Международная конвенция об экономических, социальных и культурных правах, 1966 г.; Конвенция ООН о ликвидации всех форм дискриминации в отношении женщин (CEDAW), 1979 г.; Декларация МОТ об основополагающих принципах и правах в сфере труда, 1998 г. (опирается на восемь основополагающих конвенций МОТ: Конвенция МОТ 29 «О принудительном или обязательном труде», 1930 г.; Конвенция МОТ 87 «О свободе ассоциации и защите прав на организацию», 1948 г.; Конвенция МОТ 98 «О праве на организацию и на ведение коллективных переговоров», 1949 г.; Конвенция МОТ 100 «О равном вознаграждении», 1951 г.; Конвенция МОТ 105 «Об упразднении принудительного или обязательного труда», 1957 г.; Конвенция МОТ 111 «О дискриминации в области труда и занятости», 1958 г.; Конвенция МОТ 138 «О минимальном возрасте для приема на работу», 1973 г.; Конвенция МОТ 182 «О наихудших формах детского труда», 1999 г.; Венская декларация и программа действий, 1993 г.).

— выявленные риски в непосредственной деятельности, которые потенциально могут оказать существенное финансовое или стратегическое влияние на бизнес, и реагирование на эти риски;

— возможности (например, инвестиционные), которые потенциально могут оказать существенное финансовое или стратегическое влияние на бизнес;

— наличие ограниченных ресурсов для деятельности компании и усилия, предпринимаемые для снижения риска того, что эти ресурсы станут еще более дефицитными.

Данные ответы еще раз подтверждают тезис, с которым респонденты были полностью согласны в первом блоке вопросов, — часть раскрываемой информации может быть использована в качестве инструмента недобросовестной конкуренции.

Значимые вопросы, на которые респонденты дали ответы, представлены в табл. 5.

Таблица 5

Ответы респондентов на открытые вопросы блока по раскрытию внутренних подходов и регламентов к учету ESG-рисков в деятельности компании

Вопросы анкеты	Ответы
С какими трудностями Вы столкнулись при подготовке ESG-отчетности?	Слабая методическая проработка повестки. Не на все пункты повестки есть методики оценки. Нет общепринятых критериев. Отсутствует адекватный перевод методических материалов
Если компания уже занимается ESG-повесткой, какие руководства и методики вы используете при отчетности?	Международный стандарт

Источник: составлено авторами по данным опроса.

Далее представлены вопросы, относительно которых, несмотря на многообразие предлагаемых ответов, мнения разделились следующим образом (табл. 6).

Таблица 6

Вопросы по раскрытию внутренних подходов и регламентов к учету ESG-рисков в деятельности компании, получившие различное число ответов

Вопросы анкеты	Ответы
Проводится ли оценка вашей компании со стороны какого-либо поставщика услуг ESG-оценки?	Да, оценку проводит российская компания — 0%. Да, оценку проводит зарубежная компания — 50%. Нет, но планируется у российской компании — 0%. Нет, но планируется у зарубежной компании — 0%. Нет, не планируется — 50%
Готова ли компания раскрывать информацию о нарушениях (например, о случаях и количестве нарушений кодексов поведения / этики)?	Да, готова: мы публично сообщаем о судебных разбирательствах — 66%. Да, готова: мы публично сообщаем о нарушениях наших кодексов поведения — 0%. Мы публично сообщаем, что в течение последнего отчетного цикла нарушений не было — 0%. Нет, не готова: мы публично не сообщаем о нарушениях — 34%
Нужен ли учет факторов профессиональной квалификации и опыта в области экономической, экологической и социальной проблематики в порядке выдвижения и отбора кандидатов в члены высшего органа корпоративного управления (совета директоров, наблюдательного совета) и его комитетов?	Да, нужен — 34%. Нет, не нужен — 33%. Затруднились с ответом — 33%

Источник: составлено авторами по данным опроса.

Компании демонстрируют осторожность относительно предоставления российскими поставщиками услуг ESG-оценки. Результаты опроса свидетельствуют о вероятном приоритете зарубежных поставщиков ESG-стандартов и метрик на международном финансовом рынке. Выраженное нежелание проводить оценку вероятнее всего связано с отсутствием законодательно закрепленных требований об обязательных оценках конкретных ESG-показателей.

Вопросы климатической и экологической повестки

Интересными оказались ответы респондентов на вопросы, относящиеся к климатической и экологической повестке. Полученные ответы подтверждают то, что экологическим вопросам на предприятиях уделяется значительное внимание. Это связано прежде всего со спецификой нормативного регулирования экологических вопросов в Российской Федерации. Нефинансовая отчетность не является обязательной для предприятий-загрязнителей, в отличие от экологической отчетности. В связи с этим ожидаемо были получены положительные ответы на вопросы, представленные в табл. 7.

Таблица 7

Вопросы по экологическому блоку, на которые получены единогласные положительные ответы респондентов

Вопросы анкеты	Ответы
Знакомы ли вы с практикой стимулирования предприятий в рамках их вклада в климатическую повестку в РФ?	100% утвердительные ответы
Установлены ли в вашей компании экологические целевые показатели и задачи по улучшению экологических показателей?	
Проводит ли предприятие ежегодный обзор своих экологических показателей?	
Имеется ли у компании программа и/или процедуры по управлению и утилизации опасных отходов (если применимо), сточных вод, твердых отходов и выбросов в атмосферу?	
Есть ли у компании цели и контрольные показатели по сокращению потребления воды? Если да, то каковы эти цели? Готовы ли вы их раскрывать?	

Источник: составлено авторами по данным опроса.

Отрицательные ответы представителей предприятий получены на следующие вопросы климатической повестки (табл. 8).

Таблица 8

Вопросы по экологическому блоку, на которые получены единогласные отрицательные ответы респондентов

Вопросы анкеты	Ответы
Оценивается ли в компании воздействие на окружающую среду поставщиков?	100% отрицательные ответы
Проводит ли компания регулярный инициативный аудит климатической отчетности?	
Оценивается ли в компании углеродный баланс (разница между выбросами и поглощением парниковых газов)?	
Получает ли компания какие-либо субсидии или льготы за свои действия в области снижения воздействия на климат?	
Является ли более предпочтительным для компании переход от показателя объема выбросов парниковых газов к средневзвешенному показателю углеродоемкости?	
Готова ли компания применять сценарный анализ для оценки возможных деловых, стратегических и финансовых последствий, связанных с климатическими рисками, и раскрывать их в своих отчетах?	
Имеет ли компания соглашения с исполнительными органами власти субъектов РФ (далее — субъекты РФ) о реализации ESG-проектов?	

Источник: составлено авторами по данным опроса.

Ответы респондентов позволяют обратить внимание, что, во-первых, вопросы нормирования и нормативного регулирования углеродного следа предприятия только развиваются. Нормативная непроработанность требований в сфере снижения выбросов парниковых газов позволяет предприятиям самостоятельно определять приоритетные цели и другие показатели климатического воздействия (табл. 9).

Таблица 9

Вопросы об экологической и климатической деятельности, получившие различное число ответов

Вопросы анкеты	Ответы
Какие цели в рамках снижения выбросов парниковых газов обозначены компанией?	Нет целей — 0%. Цели на основе интенсивности выбросов — 34%. Цели на основе абсолютного объема выбросов — 66%
Измеряет ли компания углеродный след и другие показатели климатического воздействия?	Не измеряем и не отслеживаем — 0%. Измеряем и отслеживаем только прямые выбросы — 66%. Измеряем и отслеживаем прямые и косвенные выбросы — 34%
Проводится ли компанией обучение кадрового состава по вопросам, связанным с изменением климата?	Не обучаем и не мотивируем — 34%. Обучаем и мотивируем только отдельных сотрудников — 66%. Обучаем и мотивируем весь кадровый состав — 0%
Есть ли у компании цели и контрольные показатели по сокращению выбросов парниковых газов. Готовы ли вы их раскрывать?	Да, цели есть, готовы раскрывать — 34%. Цели есть, не готовы раскрывать — 33%. Нет таких целей — 33%
Установлены ли в компании цели и контрольные показатели в отношении повышения энергоэффективности?	Да, цели есть, готовы раскрывать — 66%. Цели есть, не готовы раскрывать — 34%. Нет таких целей — 0%
Имеются ли у компании целевые показатели и программы по снижению общего воздействия на устойчивость путем управления транспортной логистикой?	Да, целевые показатели есть, готовы раскрывать — 33,3%. Целевые показатели есть, но раскрывать не готовы — 33,3%. Нет таких целей — 33,3%
Учитываете ли Вы рекомендации международных организаций в рамках климатической повестки при разработке стратегий и бизнес-моделей?	Да — 34%. Нет — 33%. Затруднились ответить — 33%

Источник: составлено авторами по данным опроса.

Во-вторых, ответы подчеркнули отсутствие господдержки в этой сфере. Несмотря на то, что все респонденты отвергают использование сценарного анализа, в 100% случаев было отмечено, что он помогает организациям определить показатели для мониторинга внешней среды, а половина опрошенных говорили о том, что данный инструмент может помочь инвесторам понять надежность стратегий и финансовых планов организации, а также сравнить риски и возможности в разных организациях.

На вопрос о том, по какой методике в компании оценивается общий объем прямых выбросов парниковых газов, компании называли приказ Минприроды России от 27.05.2022 № 371 «Об утверждении методик количественного определения объемов выбросов парниковых газов и поглощений парниковых газов», а также ГОСТ и Международный стандарт, не упоминая, однако, конкретных наименований. Это подтверждает слабое стремление к раскрытию информации со стороны компаний и ориентацию на законодательные требования, но не на добровольные стандарты.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Результаты проведенного исследования создают серьезную эмпирическую основу для осмысления и подготовки предложений по формированию стимулов включения ESG-повестки в стратегические планы промышленного сектора с целью обеспечения его адаптации к новым видам рисков, связанным с устойчивым развитием.

Опрос позволил определить существенные аспекты в восприятии респондентами ESG-повестки и их отношение к зарождающейся практике устойчивого финансирования и установил, что предприятия:

- считают представление ESG-отчетности рискованной с точки зрения сохранения конкурентоспособности;
- уделяют много внимания вопросам оценки негативного влияния производственной деятельности на окружающую среду (что связано прежде всего с требованиями российского законодательства в этой области);
- ориентируются на законодательные требования в вопросах климатической повестки (охватывающие преимущественно область контроля выбросов (сбросов) и промышленных отходов);
- не уделяют достаточного внимания вопросам обучения персонала в сфере ESG.

Результаты анкетирования позволяют выявить препятствия, тормозящие как развитие зеленого финансирования, так и ESG-повестки в целом.

1. Экономические барьеры:

- опасения бизнеса, что раскрываемые данные могут быть использованы против компании конкурентами (в том числе представителями экономик недружественных стран);
- отсутствие спроса со стороны клиентов и инвесторов на необходимость использования ESG-повестки в деятельности компании;
- отсутствие привлекательных форм государственного сотрудничества и/или стимулирования компаний за вклад в проекты в рамках климатической повестки в РФ.

2. Организационные барьеры:

- отсутствие культуры раскрытия компанией информации о нарушениях, имеющих отношение к ESG-повестке;
- отсутствие четких общепринятых критериев, методических материалов, размытость требований, предъявляемых к нефинансовой ESG-отчетности;
- нормативная непроработанность требований в сфере снижения выбросов парниковых газов.

Обобщая, следует констатировать, что в настоящее время нефинансовая ESG-отчетность, в задачи которой входит информирование широкого круга заинтересованных лиц об учете предприятием влияния на его бизнес ESG-рисков, которая также является базой для верификации ESG-инвестиций, представляется предприятиям избыточной и нецелесообразной с точки зрения коммерческой выгоды. Реальный сектор не видит значимых мотивов для реализации ESG-проектов и опасается влияния повестки на свою конкурентоспособность, что вполне обосновано геополитической ситуацией. Настороженность предприятий относительно повестки может быть преодолена государственно-частным партнерством в этой сфере, диверсификацией рисков, связанных с повесткой, развитием институциональных механизмов таксономии ESG-проектов и инвестиций, развитием научно обоснованной базы внедрения параметров ESG.

Список источников

1. Андреева О. В., Сониная А. О. ESG-стратегия российских компаний в период санкций // Социальное предпринимательство и корпоративная социальная ответственность. 2022. Т. 3. № 2. С. 103–112. <https://doi.org/10.18334/social.3.2.114937>.
2. Бучинская О. Н. Консенсус Уолл-Стрит как препятствие для эффективности зеленого перехода // ЭКО. 2022. № 10. С. 56–71. <https://doi.org/10.30680/EC00131-7652-2022-10-56-71>.
3. Володина А. О. Траченко М. Б. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учетом временного горизонта // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 2. С. 59–73. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73>.
4. Довбий И. П. и др. ESG-переход: зеленая повестка в глобальной экономике и финансах // Управление в современных системах. 2022. № 1. С. 21–33. <https://doi.org/10.24412/2311-1313-33-21-33>.

5. Злотникова Г. К. и др. Применение МСФО в России и их особенности // *Фундаментальная и прикладная наука: состояние и тенденции развития*. 2023. С. 61–69.
6. Львова Н. А. Ответственные инвестиции: теория, практика, перспективы для Российской Федерации // *Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент*. 2019. № 3. С. 56–67. <https://doi.org/10.17586/2310-1172-2019-12-3-56-67>.
7. Малевская-Малевиц Е. Д. Тенденции и направления ESG трансформации по видам деятельности эмитентов зеленого финансирования // *п-Economy*. 2023. Т. 16. № 6. С. 93–102. <https://doi.org/https://doi.org/10.18721/JE.16607>.
8. Мингалева Ж. А., Сигова М. В. Финансовые аспекты реализации четвертого энергоперехода // *Финансовый журнал*. 2022. Т. 14. № 5. С. 43–58. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-43-58>.
9. Овечкин Д. В. Ответственные инвестиции: влияние ESG-рейтинга на рентабельность фирм и ожидаемую доходность на фондовом рынке // *Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент*. 2021. № 1. С. 43–53.
10. Смирнов В. Д. Управление ESG рисками в коммерческих организациях // *Управленческие науки*. 2020. Т. 10. № 3. С. 6–20. <https://doi.org/10.26794/2404-022X-2020-10-3-6-20>.
11. Фролова Е. Е. Зеленые облигации в странах Северной Европы: особенности развития и правового регулирования // *Журнал Белорусского государственного университета. Право*. 2020. № 2. С. 43–48.
12. Чувывчикина И. А. ESG-инвестирование: мировой и российский опыт // *Экономические и социальные проблемы России*. 2022. № 1 (49). С. 95–110. <https://doi.org/10.31249/espr/2022.01.06>.
13. Чужмарова С. И., Чужмаров А. И. Налоговое стимулирование инвестиций в зеленые технологии: опыт отдельных стран // *Финансовый журнал*. 2023. Т. 15. № 2. С. 74–89. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-74-89>.
14. Яковлев И. А. Проблемы и перспективы развития «зеленой» экономики в России // *Финансовый журнал*. 2021. Т. 13. № 5. С. 8–10.
15. Arvidsson S., Dumay J. Corporate ESG reporting quantity, quality and performance: Where to now for environmental policy and practice? // *Business Strategy and the Environment*. 2022. Vol. 31. № 3. P. 1091–1110. <https://doi.org/10.1002/bse.2937>.
16. Aureli S. et al. Nonfinancial reporting regulation and challenges in sustainability disclosure and corporate governance practices // *Business Strategy and the Environment*. 2020. Vol. 29. № 6. P. 2392–2403. <https://doi.org/10.1002/bse.2509>.
17. Clementino E., Perkins R. How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy // *Journal of Business Ethics*. 2021. Vol. 171. № 2. P. 379–397. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>.
18. Efimova O. V. et al. The impact of ESG factors on asset returns: Empirical research // *Finance: theory and practice*. 2021. Vol. 25. № 4. P. 82–97. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97>.
19. Ho V. H. Modernizing ESG disclosure // *University of Illinois Law Review*. 2022. Vol. 277. № 1. P. 277–365. URL: <https://illinoislawrev.web.illinois.edu/wp-content/uploads/2022/01/Harper-Ho.pdf>.
20. Lyu Y., Bai Y., Zhang J. Green finance policy and enterprise green development: Evidence from China // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 2024. Vol. 31. № 1. P. 414–432. <https://doi.org/10.1002/csr.2577>.
21. Popova E. V., Strikh N. I. The impact of ESG and personal environmental concern on performance of Russian companies // *Upravlenets (The Manager)*. 2022. Vol. 13. № 5. P. 2–16. <https://doi.org/10.29141/2218-5003-2022-13-5-1>.
22. Whelan T. et al. ESG and financial performance Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1000 Plus Studies Published between 2015–2020. URL: https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf.
23. Xie J. et al. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? // *Business Strategy and the Environment*. 2019. Vol. 28. № 2. P. 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>.

References

1. Andreeva O.V., Sonina A.O. (2022). ESG-strategy of Russian companies during the period of sanctions. *Sotsialnoe predprinimatelstvo i korporativnaya sotsialnaya otvetstvennost – Social entrepreneurship and corporate social responsibility*, 3 (2), 103–112 (in Russ.). https://doi.org/10.18334/social_3.2.114937.
2. Buchinskaia O.N. (2022). Wall Street consensus as an obstacle to the effectiveness of green transition. *ECO*, (10), 56–71 (in Russ.). <https://doi.org/10.30680/ECO0131-7652-2022-10-56-71>.
3. Volodina A.O., Trachenko M.B. (2023). Profitability of ESG investment in developed and emerging markets, taking into account the time horizon. *Financial Journal*, 15 (2), 59–73 (in Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73>.

4. Dovbii I.P. et al. (2022). ESG-transition: the green agenda in the global economy and finance. *Upravlenie v sovremennyh sistemah — Management in modern systems*, (1), 21–33 (in Russ.). <https://doi.org/10.24412/2311-1313-33-21-33>.
5. Zlotnikova G.K. et al. (2023). Application of IFRS in Russia and their features. *Fundamental'naja i prikladnaja nauka: sostojanie i tendencii razvitiya — Fundamental and Applied science: the state and trends of development*, 61–69 (in Russ.).
6. Lvova N.A. (2019). Responsible investments: theory, practice, prospects for the Russian Federation. *Nauchnyj zhurnal NIU ITMO. Serija: Ekonomika i ekologicheskij menedzhment — Scientific Journal of the National Research University of ITMO. Series: Economics and Environmental Management*, (3), 56–67 (in Russ.). <https://doi.org/10.17586/2310-1172-2019-12-3-56-67>.
7. Malevskaya-Malevich E.D. (2023). Trends and directions of ESG transformation by types of activity of issuers of green financing. *π-Economy*, 16 (6), 93–102 (in Russ.). <https://doi.org/10.18721/JE.16607>.
8. Mingaleva Zh.A., Sigova M.V. (2022). Financial aspects of the implementation of the fourth energy transition. *Financial Journal*, 14 (5), 43–58 (in Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-43-58>.
9. Ovechkin D.V. (2021). Responsible investments: the impact of the ESG rating on the profitability of firms and expected returns on the stock market. *Nauchnyj zhurnal NIU ITMO. Serija: Ekonomika i ekologicheskij menedzhment — Scientific Journal of the National Research University of ITMO. Series: Economics and Environmental Management*, 1, 43–53 (in Russ.).
10. Smirnov V.D. (2020). ESG risk management in commercial organizations. *Upravlencheskie nauki — Management sciences*, (3), 6–20 (in Russ.). <https://doi.org/10.26794/2404-022X-2020-10-3-6-20>.
11. Frolova E.E. (2020). Green bonds in the Nordic countries: features of development and legal regulation. *Zhurnal Belorusskogo gosudarstvennogo universiteta. Pravo — Journal of the Belarusian State University. Law*, (2), 43–48 (in Russ.).
12. Chuvychkina I.A. (2022). ESG-investing: world and Russian experience. *Jekonomicheskie i social'nye problemy Rossii — Economic and social problems of Russia*, (1), 95–110 (in Russ.). <https://doi.org/10.31249/espr/2022.01.061>.
13. Chuzhmarova S.I., Chuzhmarov A.I. (2023). Tax incentives for investments in green technologies: the experience of individual countries. *Financial Journal*, 15 (2), 74–89 (in Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-74-89>.
14. Yakovlev I.A. (2021). Problems and prospects of development of the "green" economy in Russia. *Financial Journal*, 13 (5), 8–10 (in Russ.).
15. Arvidsson S., Dumay J. (2022). Corporate ESG reporting quantity, quality and performance: Where to now for environmental policy and practice? *Business strategy and the environment*, 31 (3), 1091–1110. <https://doi.org/10.1002/bse.2937>.
16. Aureli S. et al. (2020). Nonfinancial reporting regulation and challenges in sustainability disclosure and corporate governance practices. *Business Strategy and the Environment*, 29 (6), 2392–2403. <https://doi.org/10.1002/bse.2509>.
17. Clementino E., Perkins R. (2021). How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 171 (2), 379–397. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>.
18. Efimova O.V. et al. (2021). The impact of ESG factors on asset returns: Empirical research. *Finance: theory and practice*, 25 (4), 82–97. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97>.
19. Ho V.H. (2022). Modernizing ESG disclosure. *University of Illinois Law Review*, 2022 (1), 277–365. Available at: <https://illinoislawrev.web.illinois.edu/wp-content/uploads/2022/01/Harper-Ho.pdf>.
20. Lyu Y., Bai Y., Zhang J. (2024). Green finance policy and enterprise green development: Evidence from China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31 (1), 414–432. <https://doi.org/10.1002/csr.2577>.
21. Popova E.V., Strikh N.I. (2022). The impact of ESG and personal environmental concern on performance of Russian companies. *Upravlenets — The Manager*, 13 (5), 2–16. <https://doi.org/10.29141/2218-5003-2022-13-5-1>.
22. Whelan T. et al. (2021). ESG and financial performance Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1000 Plus Studies Published between 2015–2020. NYU Stern Center for Sustainable Business. URL: https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf.
23. Xi J. et al. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28 (2), 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>.

Информация об авторах

Юлия Георгиевна Лаврикова, доктор экономических наук, директор Института экономики УрО РАН, г. Екатеринбург; главный научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ Минфина России, г. Москва

Екатерина Олеговна Вегнер-Козлова, кандидат экономических наук, доцент, старший научный сотрудник Центра структурной политики региона Института экономики УрО РАН, г. Екатеринбург; старший научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ Минфина России, г. Москва

Ольга Николаевна Бучинская, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Сектора территориальной конкуренции Центра экономической теории Института экономики УрО РАН, г. Екатеринбург; старший научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ Минфина России, г. Москва

Information about the authors

Yulia G. Lavrikova, Doctor of Economic Sciences, Director, Institute of Economics, Ural Branch of the Russian Academy of Sciences, Yekaterinburg; Chief Researcher at the Center for International Finance, Financial Research Institute, Moscow

Ekaterina O. Wegner-Kozlova, Candidate of Economic Sciences, Docent, Senior Researcher at the Center for Structural Policy of the Region of the Institute of Economics of the Ural Branch of the Russian Academy of Sciences, Yekaterinburg; Senior Researcher at the Center for International Finance, Financial Research Institute, Moscow

Olga N. Buchinskaia, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher at the Territorial Competition Sector of the Center for Economic Theory, Institute of Economics, Ural Branch of the Russian Academy of Sciences, Yekaterinburg; Senior Researcher at the Center for International Finance, Financial Research Institute, Moscow

Статья поступила в редакцию 19.07.2024
Одобрена после рецензирования 09.01.2025
Принята к публикации 07.02.2025

The article submitted July 19, 2024
Approved after reviewing January 9, 2025
Accepted for publication February 7, 2025

«Финансовый журнал» Том 16, №1 2024

Е. В. Мартьянова, А. В. Полбин. Сценарная оценка макроэкономических эффектов прогрессивного налогообложения в России, с. 8

С. В. Арженовский. Прогнозирование динамики ВВП на основе данных мониторинга предприятий, проводимого Банком России, с. 31

Е. Е. Гришина. Материальное положение многодетных семей и факторы роста их доходов, с. 45

С. С. Судаков, А. А. Зинченко. Разработка методологии оценки экспортного потенциала и ее апробация на примере Республики Узбекистан, с. 61

М. В. Сигова, И. К. Ключников, О. И. Ключников. Устойчивость и безопасность зеленых финансов с позиции многоагентных игр, с. 78

О. В. Хмыз. Устойчивые инвестиции и дивестиции институциональных инвесторов глобального уровня, с. 96

И. П. Довбий, Н. С. Довбий. Устойчивые финансы в решении задач энергоперехода и снижения последствий изменения климата, с. 109

Л. Н. Иванова, О. В. Умгаева. Цифровая маркировка ювелирных изделий: нивелирование рисков внедрения, с. 125

«Финансовый журнал» Том 16, №2 2024

Л. С. Кабир. Настройка климатического финансирования: итоги COP28, с. 8

М. Ю. Малкина, Д. Ю. Рогачев. Финансовое заражение российского фондового рынка от европейского в период пандемии COVID-19, с. 27

А. В. Навой. Перспективы трансформации системы международных расчетов в Российской Федерации на базе цифровых валют центральных банков, с. 43

М. Э. Кеворкова. Перспективные подходы к оценке эффективности деятельности органов государственного финансового контроля, с. 59

Н. А. Хуторова. Практика использования ESG-подходов в сделках секьюритизации, с. 72

А. О. Володина, М. Б. Траченко. Финансовые индикаторы динамики стоимости ESG-ориентированных компаний Китая, с. 88

М. В. Мильчаков. Бюджетно-финансовое положение субъектов Российской Федерации: среднесрочные тенденции в региональном разрезе, с. 104

Ю. В. Белоусов. Биткоин и формы денег: вопросы теории, с. 126

«Финансовый журнал» Том 16, №3 2024

- М. В. Петров.** Влияние геополитической напряженности на международное движение капитала, с. 8
- Н. Е. Барбашова, А. Н. Комарницкая.** Проблемы и перспективы развития межбюджетных отношений в городских агломерациях России, с. 23
- Л. В. Полежарова, М. Р. Пинская, Е. Ю. Виноградова.** Совершенствование налоговой политики России в сфере международного налогообложения, с. 40
- Г. А. Петросян, Н. Н. Карапетян, А. А. Маргарян, А. Н. Соколов, И. И. Яковлева, А. И. Воинов.** Применение байесовского подхода к прогнозированию налоговых поступлений на примере Республики Армения, с. 51
- Р. В. Балакин, Ю. А. Стешенко.** Обзор подходов к оценке влияния новых вызовов на экономику и отдельные аспекты налогообложения, с. 68
- Е. Ф. Киреева, К. В. Рудый.** Paradoxes of the Anti-crisis Role of Fiscal Federalism: Analytical Review of Studies, с. 86
- С. И. Чужмарова, А. И. Чужмаров.** Налоговое стимулирование перехода к рациональным моделям потребления и производства. Аналитический обзор, с. 98
- Б. И. Алехин.** Личные сбережения, инфляция и демография в региональном колорите, с. 114

«Финансовый журнал» Том 16, №4 2024

- В. Ю. Мишина, Л. И. Хомякова.** Актуальные тренды развития финансовой инфраструктуры и трансформации валютного рынка России, с. 8
- Т. В. Саакян.** Нормативно-методическое обеспечение мониторинга достижения результатов НИОКР, осуществляемых за счет субсидий из федерального бюджета, с. 24
- А. И. Лукашов.** Трансформация организационно-функциональной модели государственного и муниципального финансового контроля, с. 41
- А. М. Матевосова.** Оценка влияния уровня государственного долга субъектов РФ на темпы регионального экономического роста, с. 61
- К. В. Швандар, А. А. Анисимова, Н. Ю. Каменская.** Тенденции изменения архитектуры наиболее устойчивых многоуровневых пенсионных систем, с. 82
- М. С. Файзулин.** Сентимент и стадное поведение частных инвесторов: кластерный анализ российского фондового рынка, с. 95
- А. С. Ларионов.** Венчурные инвестиции в Израиле: влияние на экономику и технологическое развитие, с. 114

«Финансовый журнал» Том 16, №5 2024

И. В. Никонов, М. Г. Арустамян, О. Р. Мухаметов, А. И. Вотинов, С. А. Радионов. Трансформация структуры государственного долга по составу кредиторов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа, с. 8

В. Ю. Додонов. Межбюджетные отношения в Казахстане: состояние и основные тенденции, с. 27

М. С. Макушкин. Факторы доходности облигаций дополнительного первого уровня (АТ1), с. 43

В. В. Громов. Создание особых экономических зон после моратория: причины, тенденции, закономерности, с. 60

Е. Н. Тимушев. Распределение федеральных выравнивающих дотаций: оценка последствий основных изменений, с. 78

А. Л. Осмоловская-Суслина, С. Р. Борисова. Упрощенная система налогообложения: первые оценки изменений налогового законодательства 2024 г., с. 97

В. В. Климанов, А. А. Михайлова. Совершенствование налоговой системы России в 2024 году: межстрановые сравнения и региональная проекция, с. 109

Д. Ю. Федотов. Налоговые и таможенно-тарифные инструменты изъятия нефтяной ренты в доход российского бюджета, с. 121

«Финансовый журнал» Том 16, №6 2024

И. А. Яковлев, А. А. Тихонова, В. Ю. Черкасов. Международные расчеты: вызовы и возможные решения для БРИКС, с. 8

И. В. Наумов, А. А. Бычкова, Н. Л. Никулина. Теоретико-методический подход к оценке вероятности банкротства предприятий отраслей экономики, с. 24

А. Е. Абрамов, М. И. Чернова. IPO акций российских компаний: теория, индикаторы, тренды и перспективы, с. 42

С. И. Рыбаков, А. М. Шайкин. Взаимное страхование в Российской Федерации: современное состояние, сдерживающие факторы и пути развития, с. 61

В. В. Ольховик, Р. С. Афанасьев. Совершенствование системы реализации полномочий по администрированию доходов бюджетов Российской Федерации, с. 81

И. П. Довбий, Ж. А. Мингалева, Е. Е. Жуланов. Управление развитием промышленного потенциала региона: интеграция климатического финансирования в инвестиционные стратегии, с. 97

Э. И. Скоблева. Государственные программы развития как инструмент финансирования образования, с. 136

Уважаемые авторы!

Приглашаем к сотрудничеству с «Финансовым журналом»

«Финансовый журнал» — рецензируемое научно-практическое издание, выходит с 2009 года. Международные стандартные номера сериального издания: **ISSN 2075-1990** (Print) и **ISSN 2658-5332** (Online).

Учредитель и издатель — федеральное государственное бюджетное учреждение «Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации», г. Москва.

Главный редактор — директор НИФИ Минфина России **Владимир Назаров**.

«Финансовый журнал» включен в Перечень ВАК, входит в базы данных: РИНЦ, RSCI, RePEc, Ulrich's Periodicals Directory, Open Academic Journals Index, Directory of Open Access Journals.

Издание публикует материалы по следующей тематике: государственные финансы, международные финансы, финансовые рынки, финансовые инвестиции и финансовые инновации, банковская сфера, платежные системы, рынки страхования, цифровые финансовые технологии и цифровые финансовые активы.

Все статьи публикуются в журнале БЕСПЛАТНО. Статьям присваиваются цифровые идентификаторы объектов — **DOI** (Digital Object Identifier).

Тексты всех статей размещаются в открытом доступе на сайте «Финансового журнала» www.finjournal-nifi.ru, на портале Научной электронной библиотеки (**НЭБ**) www.elibrary.ru, на портале Научной электронной библиотеки «КиберЛенинка», в международной базе научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (**OAJI**).

Статьи индексируются в международной базе данных Research Papers in Economics (**RePEc**) и в международном каталоге научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (**DOAJ**).

Издание выходит 6 раз в год (февраль, апрель, июнь, август, октябрь, декабрь).

www.finjournal-nifi.ru



Редакция:

Тел. +7 (495) 699-76-83

E-mail: finjournal@gmail.com

E-mail: finjournal@nifi.ru

Правила приема статей в «Финансовый журнал»

1. К публикации принимаются научные статьи (исследовательские материалы, аналитические обзоры), строго соответствующие тематике журнала, ранее не публиковавшиеся и не предназначенные к одновременной публикации в других изданиях.

2. Ответственность за достоверность и научно-теоретический уровень материала статей несут авторы. Тексты статей должны быть понятны широкому кругу читателей, а не только узкому кругу специалистов данной области, что подразумевает обязательную расшифровку используемых научных терминов.

3. Направляя научную статью в редакцию, авторы подтверждают соблюдение ими всех положений авторской публикационной этики, выражают свое согласие на редактирование (литературное, техническое) текста статьи, а также на публикацию и размещение статьи в открытом доступе в сети Интернет, о чем указывают в сопроводительном письме. Сопроводительное письмо подписывается всеми авторами статьи.

4. Статью, оформленную в соответствии редакционными требованиями, и скан сопроводительного письма авторы направляют в редакцию в электронном виде.

5. Редакция не оказывает авторам платных услуг. Публикация статей производится на безвозмездной основе. Плата за публикацию не взимается, вознаграждение авторам не выплачивается.

6. Редакция оставляет за собой право не принимать статью к рассмотрению, если авторами не выполнены требования пунктов 1–4 настоящих Правил.

7. Принятые к рассмотрению статьи регистрируются в Журнале учета статей, поступивших в редакцию. О регистрации статьи официальный представитель редакции информирует автора (авторов).

8. Все принятые к рассмотрению статьи проходят проверку на отсутствие неправомерных заимствований и недобросовестного самоцитирования. Проверка проводится с помощью системы "Антиплагиат.Эксперт" и с использованием материалов различных сайтов.

9. Статьи, принятые к рассмотрению, проходят обязательное научное рецензирование с целью их экспертной оценки. Предварительная оценка поступивших статей осуществляется членами редколлегии и главным редактором.

10. Статьи, соответствующие тематике журнала и прошедшие предварительную оценку, направляются рецензентам. Процедура рецензирования статей является анонимной и для рецензентов, и для авторов.

11. По результатам рецензирования статья может быть принята к публикации, направлена автору (авторам) на доработку или отклонена.

12. Решение о публикации статьи или об отказе в публикации на основании экспертных оценок рецензентов принимает редакционная коллегия. Решение редколлегии утверждает главный редактор.

13. Редакция не вступает в дискуссию с авторами отклоненных статей и не несет обязательств по рецензированию всех поступающих в редакцию материалов.

ИНСТРУКЦИЯ по оформлению статей в «Финансовый журнал»

1. Редакционные требования по оформлению статей на русском языке разработаны на основании положений ГОСТ Р 7.0.7–2021.

2. Статья оформляется в текстовом редакторе MS Word. Шрифт — Times New Roman, кегль 14 или 12. Номер страницы проставляется внизу листа, посередине. Объем текста — от 40 до 60 тыс. знаков с пробелами. Формулы и символы набираются в формульном редакторе MS Word. Таблицы оформляются в MS Word.

3. В начале статьи указываются: название статьи, информация об авторах, аннотация, ключевые слова, коды JEL, а при необходимости — источники финансирования исследования и благодарности. Информация о каждом авторе должна включать: имя, отчество, фамилию, адрес электронной почты, авторский идентификатор ORCID, название учреждения (организации), место нахождения организации (город, страна).

4. Аннотация должна быть лаконичной, но информативной и отражать наиболее важные результаты исследования, а также основные ключевые слова (словосочетания). В аннотации обязательно должна быть указана цель исследования. Объем — 200–250 слов.

5. Ключевые слова (словосочетания) должны соответствовать теме статьи и отражать ее предметную, терминологическую область. Количество ключевых слов (словосочетаний) — от 4 до 7. Ключевые слова (словосочетания) отделяют друг от друга запятыми, после ключевых слов точку не ставят.

6. Далее сведения, указанные в пп. 3–5, приводятся на английском языке (имена и фамилии авторов указываются в транслитерации).

7. Основной текст статьи должен быть структурирован и состоять из следующих частей: введение, основная часть и заключение. Желательно деление основной части статьи на тематические рубрики и подрубрики.

8. Таблицы и рисунки должны быть пронумерованы, озаглавлены и размещены в статье, как правило, после упоминания о них в тексте. Названия таблиц и рисунков оформляются на русском языке. Под рисунками и таблицами обязательно должен быть указан правообладатель.

9. Ссылки на научные статьи в журналах, книгах, сборниках и пр. необходимо оформлять внутри текста статьи в квадратных скобках. Сначала указывается фамилия автора или авторов, затем, через запятую, год издания цитируемого источника.

10. Цитирование нормативных правовых документов, энциклопедий, словарей, справочников, учебников, учебных пособий, информации из СМИ и т. п. следует оформлять в виде подстраничных ссылок и в список источников не включать.

11. Список источников приводится после основной части статьи. В список включают только те источники, которые упомянуты или цитируются в основном тексте статьи.

12. Далее приводится список источников на латинице (References). В списке References источники указываются в том же порядке, как и в списке источников на русском языке.

13. После списков источников приводятся сведения об авторах на русском и английском языках.

Уважаемые читатели и авторы!

Оформить подписку на издание «**Финансовый журнал**» (подписной индекс **42068**)
можно в **Агентстве подписки «Урал-Пресс»**.

Контакты: <https://www.ural-press.ru>, тел. 8 (499) 700-05-07.

Редакция:

Главный редактор В. С. Назаров

Ведущий редактор Т. М. Захарова

Корректор О. С. Алтарева

Дизайн и верстка А. С. Лухин

Редактор английского текста В. А. Третьяков

Адрес редакции:

Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 125375, Россия

Тел. (495) 699-76-83

E-mail: finjournal@gmail.com

Сайт: www.finjournal-nifi.ru

Подписано в печать 21.01.2025. Свободная цена. Тираж 200 экз. Заказ № 723-25.

Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами в ООО «Амирит».

410004, г. Саратов, ул. Чернышевского, 88, литер У.

Тел. (8452) 24-86-33, e-mail: 248633a@mail.ru