



РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Институт прикладных
экономических исследований

О ДОЛГОСРОЧНЫХ ТРЕНДАХ ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ И ИХ ДЕТЕРМИНАНТАХ

Данилов Ю.А.,
кандидат экономических наук,
ведущий научный сотрудник

Содоклад в рамках обсуждения статьи А.Е. Абрамова, А.Д. Радыгина и М.И. Черновой «Фондовый рынок сквозь призму капитализации и роли государства в экономике: долгосрочные тренды 1880-2020 гг.» на заседании Ученого Совета Института Гайдара 22 июля 2021 года

Об обсуждаемой статье: к вопросу о литературе

Использование работ Дмитрия Кувшинова:

- Очень хорошо, что авторы обратили внимание на работу «The big bang: Stock market capitalization in the long run», действительно, она открывает новое большое поле для исследования долгосрочных трендов фондового рынка и их детерминант
- К сожалению, не использовали чаще цитируемую работу «The Rate of Return on Everything, 1870–2015» (в соавторстве с Oscar Jorda, Katharina Knoll, Moritz Schularick, Alan M. Taylor, хотя базу данных Jorda-Schularick-Taylor использовали), и в целом диссертацию Дм.Кувшинова, которая объединяет, кроме этих двух важнейших работ, еще три (The Time Varying Risk Puzzle; Sovereigns Going Bust: Estimating the Cost of Default; Deleveraging, Deflation and Depreciation in the Euro Area)

Использование работ Рагхурама Раджана, Луиджи Зингалеса и Торстена Бэка:

- Исключительно важно, что использованы работы Раджана и Зингалеса 2003 года и развитие их тезисов Бэком в 2011-2012 гг. Но недостаточный акцент сделан на сформированную этими работами концепцию «политическая система и финансы», особенно учитывая подходы авторов к типизации и периодизации капитализма

Концепция «Политическая система и финансы»

Авторы: Р.Раджан и Л.Зингалес в работах 2003 года; Т.Бэк: детализация, более четкое логическое и терминологическое (термин «Finance and Politics» - в его работе 2012 г.) оформление

- **Опровержение предыдущей концепции главного фактора финансового развития**
- Опровергая концепцию «право и финансы», Раджан и Зингалес указали, что система права является слишком постоянным фактором, чтобы объяснить значительно более быстрые изменения в финансовом развитии
- **Политическая система как главный фактор финансового развития**
- Политическая система либо препятствует развитию финансовых рынков, либо стимулирует их развитие (в зависимости от того, какой набор частных интересов реализует группа лиц, обладающая политической властью, складывается тот или иной уровень спроса на финансовые услуги)
- Деление капитализма на два типа: конкурентный капитализм («капитализм открытых рынков») и «капитализм связей» (“arm’s-length” systems, relationship capitalism)

Классификация концепций детерминант финансового развития:

- Концепции, предполагающие наличие «главного» детерминанта финансового развития
 - «Право и финансы» (Ла Порта, Лопез-де-Силанез, Шлейфер, Вишны, 1998 – 1999 гг.)
 - «Политическая система и финансы» (Раджан, Зингалес, 2003 – 2004 гг.; Бэк, 2011 – 2012 гг.)
 - Национально-культурный фактор (Гуизо, Сапиенца и Зингалес, 2008 – 2009 гг.)
 - Исторический фактор (Монне, Квинтин, 2007 г.)
 - Уровень дохода (Торре и соавторы, 2013 г.)
- Концепции, предполагающие наличие комплекса множества детерминант финансового развития (все более популярный подход; множество версий реализации)

Классификация детерминант финансового развития в нашей НИР 2019 г.:

- Группы факторов:
 - уровень защиты прав инвесторов и степень экономических свобод
 - социокультурные факторы
 - демографические факторы и показатели развития человеческого капитала
 - различные аспекты открытости национальной экономики
 - макроэкономические и структурные факторы
 - размер государства и его присутствие на финансовом рынке
 - природно-географические факторы и специализация экономики
 - качество финансового регулирования
- Отдельные важные факторы: тип правовой системы, **уровень развитости национальной экономики**

Примечание. Красным шрифтом выделены те группы детерминант, показатели которых использованы в обсуждаемой работе Абрамова, Радыгина, Черновой

В чем выводы нашей НИР 2019 г. совпали с выводами обсуждаемой работы:

- Повышение роли государства в экономике отрицательно влияет на финансовое развитие, которое мы измеряли FDI (размер капитализации у коллег)
 - Мы использовали показатель соотношения госдолга и ВВП
 - Коллеги использовали показатели доли расходов государственного бюджета в ВВП, доходности государственных облигаций и размера государственного долга
- Положительное влияние на финансовое развитие (капитализацию у коллег) оказывает размер ВВП на душу населения
- Открытость положительно влияет на финансовое развитие (размер капитализации у коллег) в течение последних 40 – 50 лет
 - Мы использовали показатели открытости капитального счета, инвестиционной открытости и торговой открытости
 - Коллеги использовали показатель доли товарного экспорта
- С точки зрения факторов, влияющих на развитие финансового сектора (фондового рынка у коллег), развитые страны становятся все более похожи друг на друга, развитие (рост) все меньше зависит от специфики каждой страны

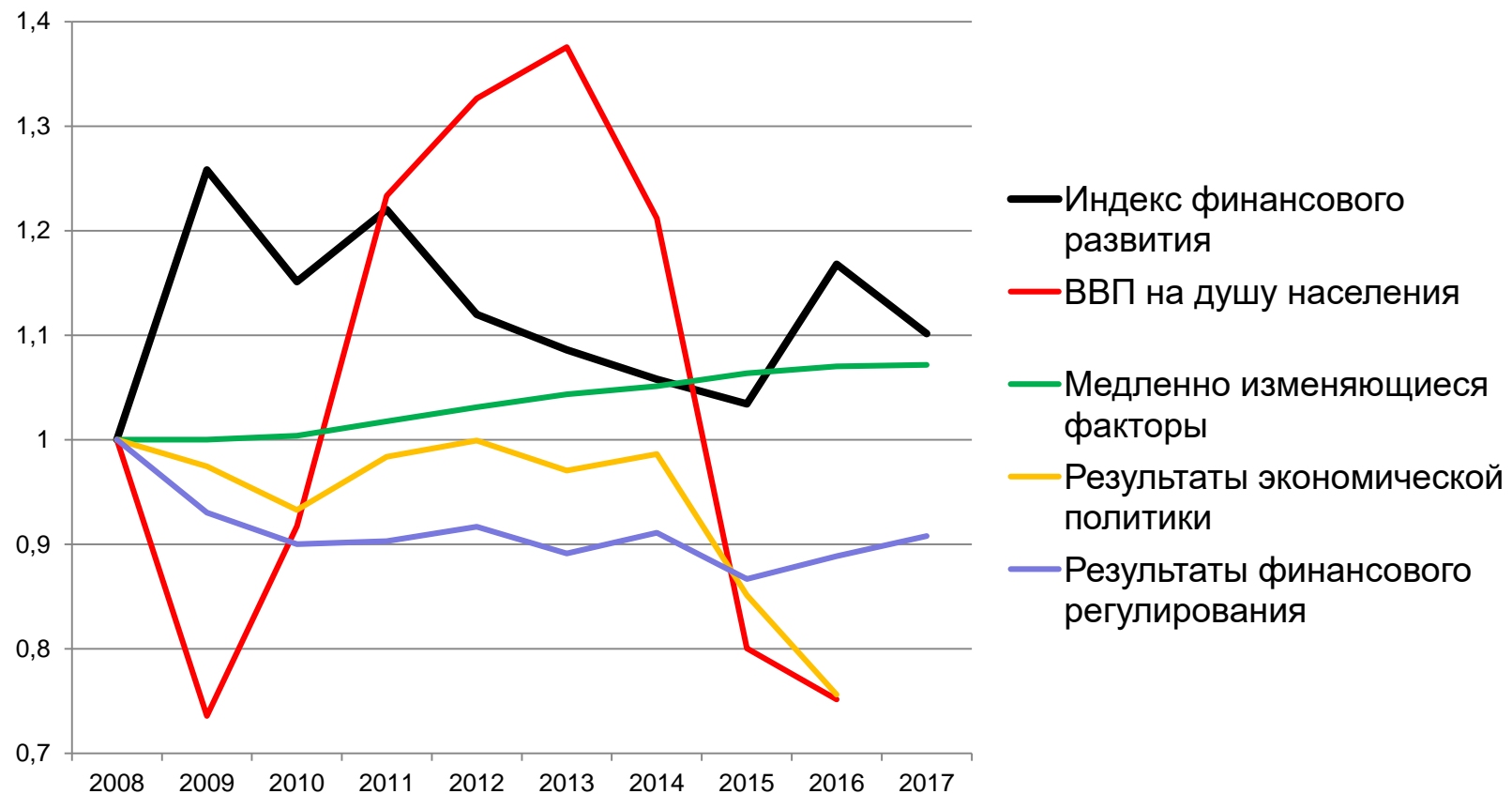
Наиболее значимые факторы влияния на финансовое развитие в отдельных группах (примеры)

- Среди социокультурных факторов положительно влияют:
 - индивидуализм, терпимость, и особенно, - долгосрочная ориентация (все – в измерениях переменных Г.Хоффстеде)
- Среди демографических факторов и показателей развития человеческого капитала положительно влияют
 - индекс развития человеческого капитала (без временного лага) и уровень образования (с 3-летним лагом)
- Среди показателей защиты прав инвесторов и степени экономических свобод положительно влияют
 - уровень раскрытия информации и Индекс защиты прав собственности (для всех стран) и уровень восприятия коррупции (для стран с низкими доходами)

Классификация детерминант финансового развития с точки зрения возможности их изменения средствами государственных политик

Не изменяемые методами государственных политик на долгосрочном диапазоне	Не изменяемые на среднесрочном диапазоне, но изменяемые в долгосрочном периоде	Могут быть изменены на среднесрочном диапазоне (или даже в краткосрочной перспективе)
Социокультурные факторы	Демографические факторы и развитие человеческого капитала	Уровень защиты прав инвесторов и степень экономических свобод
Природно-географические факторы и специализация экономики	Группа показателей открытости	Размер государства и его присутствие на финансовом рынке
Тип правовой системы	Макроэкономические и структурные факторы	Качество финансового регулирования
	Уровень развития экономики	

Динамика Индекса финансового развития России и факторов финансового развития, разделенных на группы



Возвращаясь к обсуждаемой статье

- У нас с авторами обсуждаемой статьи отсутствуют противоположные выводы, пусть даже зависимые переменные разные (Индекс финансового развития у нас; капитализация к ВВП у коллег)
- Обсуждаемая статья находится преимущественно в рамках международного дискурса, исследования в котором активизировались после построения длинных рядов характеристик рынков инвестиционных активов (рынки акций, облигаций, недвижимости и т.д.). Поэтому может быть весьма успешной ее публикация в авторитетном международном журнале (тем более, что она соответствует по формальным параметрам)
- Следует также согласиться с выводом о высокой практической значимости обсуждаемой работы для российских регуляторов. Понимание, какие факторы и как влияют на ключевые показатели финансового развития, в первую очередь на параметры рынка акций, исключительно важно для грамотной экономической политики в финансовом секторе. Пока эту политику в России нельзя назвать полностью научно обоснованной.



РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Институт прикладных
экономических исследований

danilov-ya@ranepa.ru

Спасибо за внимание!