

ЭФФЕКТ ВЫТЕСНЕНИЯ И НЕПРЕДСКАЗУЕМОСТЬ РЕЗУЛЬТАТОВ В ХОДЕ КОНКУРЕНТНОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА**И.А. Бондаренко, Н.А. Мельников**

Негосударственное аккредитованное некоммерческое частное образовательное учреждение высшего образования «Академия маркетинга и социально-информационных технологий-ИМСИТ», Краснодар, email: info-imsit@mail.ru, pk@imsit.ru

Аннотация. В статье рассматривается эффект вытеснения и непредсказуемость результатов в ходе конкурентного взаимодействия инструментов финансового рынка, с акцентом на анализ конкуренции между государственными облигациями и корпоративными займами. Проведен анализ влияния увеличения объемов инвестиций в федеральные облигации на частные накопления, выявлены количественные и качественные последствия этого процесса для экономики. Обоснованы риски снижения доступности капиталовложений в реальные активы, ухудшения структуры экономики и замедления технологического прогресса. Также рассмотрены особенности доходности корпоративных облигаций и конкуренция с банковскими депозитами как важные факторы формирования инвестиционного поведения. В статье предложены рекомендации по макроэкономической политике для сбалансированного развития финансового рынка и повышения его устойчивости.

Ключевые слова: эффект вытеснения, конкурентное взаимодействие, финансовый рынок, государственные облигации, корпоративные займы, инвестиции, частные накопления, риски, доходность облигаций, инвестиционное поведение.

CROWDING-OUT EFFECT AND UNPREDICTABILITY OF RESULTS IN THE COURSE OF COMPETITIVE INTERACTION OF FINANCIAL MARKET INSTRUMENTS**I.A. Bondarenko, N.A. Melnikov**

Non-governmental accredited non-profit private educational institution of higher education «Academy of Marketing and Social and Information Technologies – IMSIT», Krasnodar, email: info-imsit@mail.ru, pk@imsit.ru

Abstract. The article examines the crowding-out effect and unpredictability of results in the course of competitive interaction of financial market instruments, with an emphasis on the analysis of competition between government bonds and corporate loans. The analysis of the impact of increasing investment in federal bonds on private savings is carried out, quantitative and qualitative consequences of this process for the economy are identified. The risks of reduced availability of capital investments in real assets, deterioration of the economic structure and slowdown in technological progress are substantiated. The features of corporate bond yields and competition with bank deposits as important factors in the formation of investment behavior are also considered. The article offers recommendations on macroeconomic policy for the balanced development of the financial market and increasing its sustainability.

Keywords: crowding-out effect, competitive interaction, financial market, government bonds, corporate loans, investments, private savings, risks, bond yields, investment behavior.

Дата поступления статьи в редакцию: 11.06.2025

Дата принятия статьи в печать: 25.07.2025

Введение

Возникающая конкуренция государственных и частных инвестиций из-за нестабильной политико-экономической ситуации на международной арене и проблем на финансовом рынке привела к перераспределению инвестиционных потоков в России. Федеральные облигации, как инструмент государственного долга, привлекают множество инвесторов благодаря своей относительной надежности и фиксированному доходу. Однако эти заимствования приводят к тому, что частные инвестиции, ориентированные на реальные активы, становятся менее привлекательными. Важно исследовать, как этот процесс влияет на долгосрочный инвестиционный климат в России, и какие последствия он может иметь для реального сектора экономики и, в конечном итоге, для темпов роста ВВП и качественных структурных трансформаций в экономике.

Цель исследования

Цель исследования заключается в том, чтобы оценить взаимодействие бюджетных инвестиционных вложений и частных инвестиций в контексте текущей макроэкономической ситуации в России. Несомненно, увеличение привлекательности федеральных облигаций сказывается на количественном и качественном уровне частных накоплений и инвестиций, а также на инвестиционном спросе на реальные активы. Нашей задачей является определение потенциальных рисков для экономики, вызывающих замедление темпов роста инвестиционного спроса и его влияние на совокупный спрос, что имеет ключевое значение для понимания текущего и будущего состояния российской экономики.

Результаты исследования

Федеральные облигации — это долговые ценные бумаги, выпущенные государством с целью привлечения денежных средств для финансирования различных программ и проектов. Эти инструменты представляют собой один из наиболее безопасных вариантов для инвесторов, так как они обеспечены государственными гарантиями. В последние годы на рынке федеральных облигаций в России наблюдается растущий интерес со стороны частных и институциональных инвесторов, что связано с экономическими и политическими факторами, влияющими на стабильность других инвестиционных инструментов [11].

Рынок федеральных облигаций в России представляет собой комплексный механизм, включающий первичный и вторичный рынок, а также разнообразные типы облигаций (например, ОФЗ — ПД, ОФЗ — ПК, ОФЗ — ИН и другие) [12]. Инвестирование в облигации стало популярным среди граждан и организаций благодаря высокому прогнозируемому доходу и относительной безопасности. К тому же, такие активы могут служить альтернативой традиционным банковским депозитам, особенно в условиях конкурентной процентной ставки. Общий объем долговых ценных бумаг увеличивается ежегодно, что свидетельствует о росте заимствований и финансовой активности в экономике.

На рисунке 1 представлена линейная гистограмма, отражающая динамику выпуска долговых ценных бумаг по секторам экономики за 2022–2024 гг.

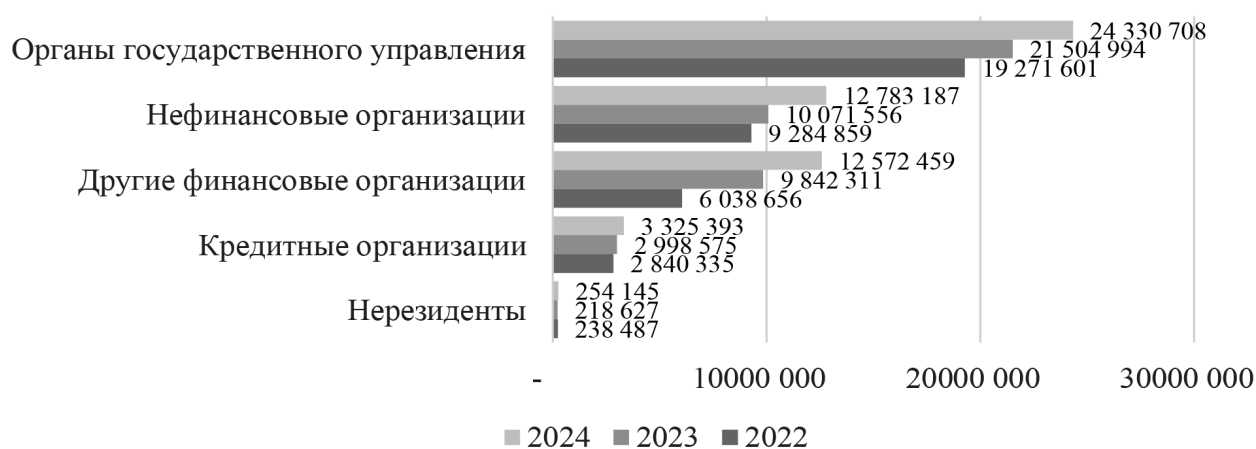


Рис. 1. Выпуск долговых ценных бумаг (по секторам экономики) в 2022–2024 гг., млн. руб. [1]

Наиболее значительный рост наблюдается в секторе органов государственного управления, где объем долговых ценных бумаг увеличился с 19,27 млрд. рублей в 2022 году до 24,33 млрд. рублей (темп роста 126,26%) в 2024 году, что обусловлено расширением государственных заимствований для финансирования бюджетных расходов.

Нефинансовые организации демонстрируют стабильный рост долговых обязательств с 9,28 млрд. рублей в 2022 году до 12,78 млрд. рублей (темп роста 137,72%) в 2024 году, что указывает на активное использование долговых инструментов для финансирования производственной деятельности и инвестиций.

Другие финансовые организации показывают наиболее динамичный рост — с 6,04 млрд. рублей в 2022 году до 12,57 млрд. рублей (темп роста 208,11%) в 2024 году, что может свидетельствовать о расширении их кредитных и инвестиционных операций.

Кредитные организации увеличивают объем выпуска долговых ценных бумаг умеренными темпами, с 2,84 млрд. рублей в 2022 году до 3,33 млрд. рублей (темп роста 117,25%) в 2024 году.

Нерезиденты занимают минимальную долю рынка долговых ценных бумаг и демонстрируют незначительные колебания (от 238 млн рублей в 2022 году до 254 млн рублей в 2024 году), что указывает на ограниченное участие иностранных инвесторов в данном сегменте.

Подводя итоги рассмотрения общей эмиссии долговых ценных бумаг, можно сделать вывод, что наблюдается тенденция роста объема долговых обязательств по всем секторам, особенно среди государственных и финансовых организаций, что может свидетельствовать о расширении заимствований и активизации финансового рынка.

В таблице 1 и на рисунке 2 отражена структура эмиссии долговых ценных бумаг по секторам экономики в 2022-2024 гг.

Таблица 1

Структура долговых ценных бумаг по секторам экономики за 2022-2024 гг., % [1]

Сектор экономики	2022 г.	2023 г.	2024 г.
Органы государственного управления	51	48	46
Нефинансовые организации	25	23	24
Другие финансовые организации	16	22	24
Кредитные организации	8	7	6
Прочее (ЦБ, Нерезиденты, Страховщики)	1	0	0

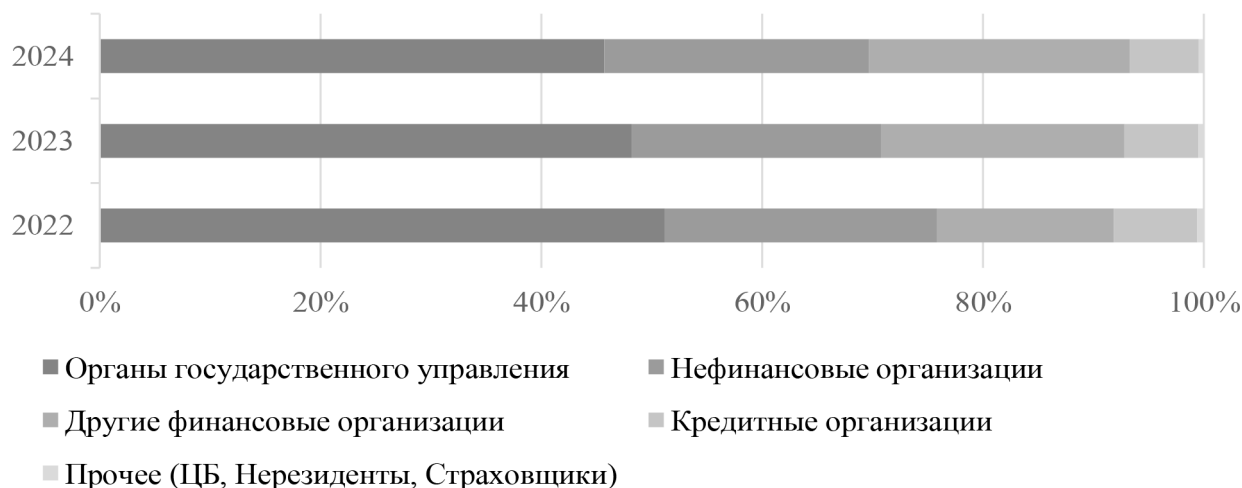


Рис. 2. Структура долговых ценных бумаг по секторам экономики за 2022-2024 гг., %

Анализ таблицы 1 и рисунка 2 позволяет сделать выводы о наличии следующих тенденций на долговом рынке.

Доля органов государственного управления в структуре эмиссии постепенно снижается с 51% в 2022 году до 46% в 2024 году, что может свидетельствовать о снижении потребности в государственном заимствовании или об увеличении прозрачности бюджетного финансирования. В то же время, доля нефинансовых организаций остается относительно стабильной (25% в 2022 году, 23% в 2023 году и 24% в 2024 году), что говорит о том, что данные компании продолжают активно привлекать средства через облигации, возможно для реинвестиций или модернизация производства.

Также, наблюдается заметный рост доли других финансовых организаций — с 16% в 2022 году до 24% в 2024 году, что указывает на активизацию работы инвестиционных фондов и других финансовых институтов, создающих «гибкость» на рынке. Доля кредитных организаций демонстрирует небольшое снижение (с 8% до 6%), что может быть связано с ухудшением условий кредитования или изменениями в стратегиях банковского финансирования. Доля нерезидентов сократилась до нуля.

Можно сделать вывод, что структура выпуска облигаций демонстрирует перераспределение ресурсов между секторами: уменьшение роли государственных организаций с одновременным ростом интереса со стороны других финансовых учреждений.

В таблице 2 и рисунке 3 представлен динамический анализ доходности ОФЗ по срокам погашения за 2022-2024 гг.

Таблица 2

Динамика доходности ОФЗ в разрезе срока погашения за 2022-2024 гг., % [10]

Срок погашения	2022 г.	2023 г.	2024 г.	Абсолютное отклонение 2023 г. от 2022, % п.п.	Абсолютное отклонение 2024 г. от 2023, % п.п.	Темп роста 2023 г. к 2022 г., %	Темп роста 2024 г. к 2023 г., %
6 месяцев	6,87	12,35	18,75	5,48	6,4	180	152
1 год	7,25	12,78	18,58	5,53	5,8	176	145
3 года	8,52	12,05	17,48	3,53	5,43	141	145
5 лет	9,37	11,75	16,53	2,38	4,78	125	141
10 лет	10,31	11,86	15,22	1,55	3,36	115	128
15 лет	10,63	11,84	14,57	1,21	2,73	111	123
20 лет	10,82	11,77	14,22	0,95	2,45	109	121
30 лет	11,04	11,64	13,9	0,6	2,26	105	119

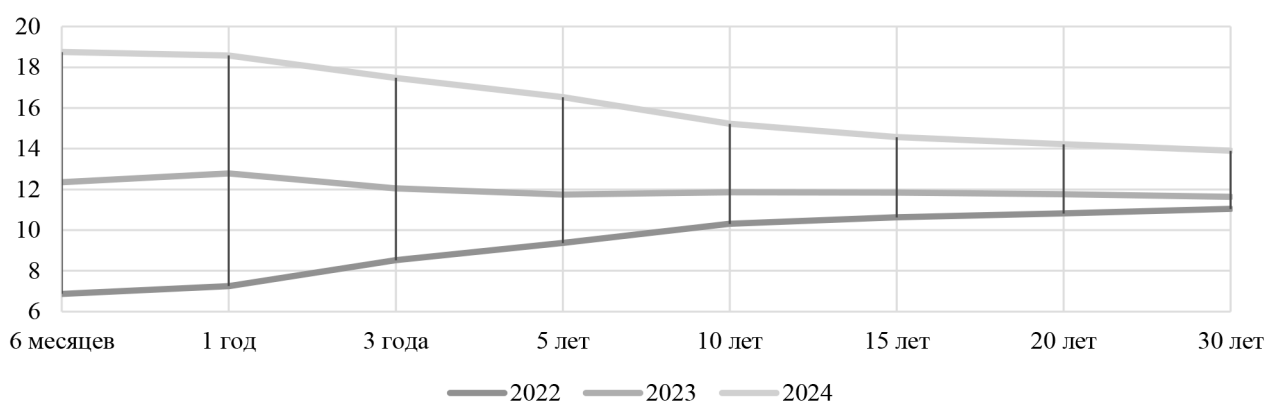


Рис. 3. Динамика доходности ОФЗ в разрезе срока погашения за 2022-2024 гг., %

На основании таблицы 2 (рис. 3), можно сделать вывод, что в динамике размера доходности в рассматриваемый период наблюдаются разнонаправленные изменения. В 2023 году наблюдается резкий рост доходности по всем срокам погашения по сравнению с 2022 годом, что обусловлено увеличением рыночных рисков, изменениями в денежно-кредитной политике и иными макроэкономическими факторами. Наиболее выраженные изменения зафиксированы у краткосрочных облигаций: доходность 6-месячных облигаций увеличилась на 5,48 п.п., что составляет примерно 180% роста относительно уровня 2022 года. Аналогично, доходность 1-летних облигаций выросла на 5,53 п.п., что соответствует темпу роста около 176%. Эти показатели свидетельствуют о значительном повышении привлекательности краткосрочных инструментов для инвесторов и возможных ожиданиях повышения инфляции или изменения ставок ЦБ.

Для среднесрочных и долгосрочных выпусков рост также наблюдается, но в меньших масштабах. Например, доходность 3-летних облигаций увеличилась на 3,53 п.п. (примерно на 141%), а 5-летних — на 2,38 п.п. (125%). Долгосрочные облигации с погашением через 10, 15 и 20 лет демонстрируют более умеренные темпы роста — от 109% до 115%, что указывает на постепенное повышение доходности с увеличением срока погашения.

В целом, динамика изменения доходности показывает, что в 2023 году рынок ожидал повышения доходности по всем срокам погашения, что связано с ростом рисков. В 2024 году динамика доходности облигаций сохранила тенденцию.

Таким образом, можно сделать вывод о тенденции к повышению доходности по всему спектру сроков погашения ОФЗ в течение рассматриваемого периода, при этом, наиболее значительный рост отмечен в краткосрочном сегменте рынка в 2023 году. Это отражает изменение ожиданий участников рынка относительно макроэкономической ситуации и уровня ставок в ближайшем будущем.

В течение анализируемого периода зафиксированы значительные колебания в структуре доходности облигаций, что отображено на рисунке 4, где представлены облигации с разными сроками погашения, ранжированные по уровню их доходности.

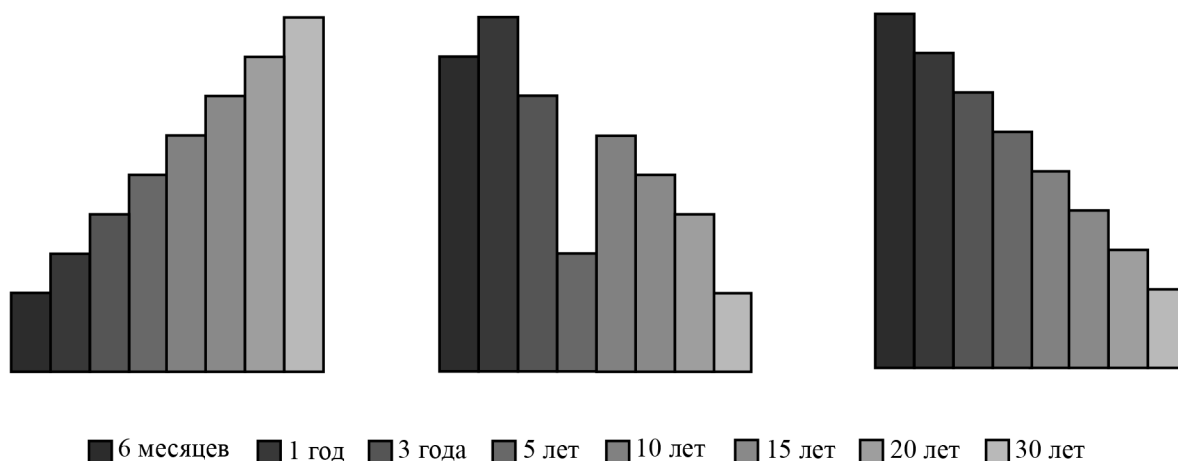


Рис. 4. Ранжирование ОФЗ по доходности за 2022-2024 гг.

В 2022 году зафиксирована положительная корреляционная связь между сроками погашения облигаций и их доходностями. В 2023 и 2024 годах данная корреляция изменилась на отрицательную, что свидетельствует о существенных изменениях в динамике взаимосвязи между данными переменными. Изменение характера корреляционной связи между сроками погашения облигаций и их доходностями с положительной в 2022 году на отрицательную в 2023 и 2024 годах свидетельствует о существенных трансформациях на рынке облигаций, обусловленных сложной экономической ситуацией в стране на фоне внешнеполитической деятельности.

В 2022 году положительная корреляция отражала тенденцию к росту доходностей с увеличением сроков погашения, что характерно для условий с ожиданиями повышения ставок или инфляционных рисков. В последующие годы, при ухудшении макроэкономической ситуации и необходимости финансирования срочных государственных расходов, облигации начали выпускать с более высокой доходностью независимо от срока погашения. Это привело к смене взаимосвязи на отрицательную, что указывает на изменение рыночных условий и стратегий финансирования государства.

Перейдём к рассмотрению инвестиций в реальном секторе экономики. В таблице 3 представлен динамический анализ показателей инвестиционной активности, отражающих изменение состояния материально-производственной базы в макроразрезе.

Таблица 3

Динамический анализ показателей инвестиций и состояния реального бизнеса за 2022-2024 гг. [7]

Показатели	2022	2023	2024	Абсолютное отклонение, +/-		Темп роста, %	
				2023 г. от 2022 г.	2024 г. от 2023 г.	2023 г. к 2022 г.	2024 г. к 2023 г.
Инвестиции в основной капитал, млн. руб.	28413875	34038863	39533661	5624988	5494798	120	116
Коэффициент обновления основных фондов	4,6	4,1	4,2	-0,50	0,10	89	102
Индексы изменения фондовооруженности, %	103,5	102,0	-	-1,50	-	99	-
Индексы изменения фондоотдачи, %	93,9	100,0	-	6,10	-	106	-

Данные динамического анализа, представленные в таблице 3, указывают, что в 2023 году объем инвестиций увеличился по сравнению с 2022 г. на 5 624 988,03 млн. руб. (с 28 413 874,97 млн. руб. до 34 038 863,00 млн. руб.), что соответствует темпу роста около 120%. Однако рост в 2024 году составил 5 494 798 млн. руб., что указывает на снижение темпа роста до 116% и свидетельствует о замедлении роста инвестиций. Такое замедление указывает на ухудшение положения развития реального бизнеса и снижение инвестиционной активности. Коэффициент обновления основных фондов

снизился с 4,6 в 2022 году до 4,1 в 2023 году, а затем восстановился до уровня 4,2 в 2024 году. Это говорит о снижении интенсивности обновления основных фондов и свидетельствует о снижении инвестиционной привлекательности или ограничениях в финансировании обновления производственного потенциала.

Снижение индекса изменения фондовооруженности с 103,5 до 102,0 (на -1,5 пункта) при одновременном росте индекса изменения фондоотдачи с 93,9 до 100 (на +6,1 пункта) указывают на усиление нагрузки на производственные мощности. Это означает, что, несмотря на уменьшение уровня оснащенности фондами (фондовооруженности), эффективность использования имеющихся активов повышается за счет более интенсивной эксплуатации и повышения производительности.

В целом можно заключить, что замедление роста инвестиций в основные фонды и снижение коэффициента их обновления свидетельствуют об ухудшении положения развития реального бизнеса. Одновременно рост фондоотдачи при снижении уровня оснащенности фондовооруженностью указывает на усиленную эксплуатацию имеющихся ресурсов и повышенную нагрузку на производственные мощности. Эти факторы негативно скажутся на долгосрочной стабильности и конкурентоспособности экономики страны.

В качестве примера анализа развития реального бизнеса в 2022-2024 гг. рассмотрим динамику изменения объема основных фондов крупнейших российских корпораций: ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Нефтяная компания «Лукойл», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сибур Холдинг», ПАО «Акционерная финансовая корпорация «Система».

Таблица 4

Динамика основных средств организаций в 2021-2024 (9 мес.) гг., млн. руб. [2-6]

Корпорация	2022 г. от 2021 г.	2023 г. от 2022 г.	2024 г. от 2023 г.
ПАО «ГМК «Норильский никель»	132153,31	137573,58	47404,56
ПАО «Нефтяная компания «ЛУКОЙЛ»	-11856,51	2345,27	-1993,59
ПАО «НК «Роснефть»	178517,70	185439,20	145850,72
ПАО «Сибур Холдинг»	42233,00	77771,00	84743,00
ПАО «Акционерная финансовая корпорация «Система»	2787,59	663,97	-496,54

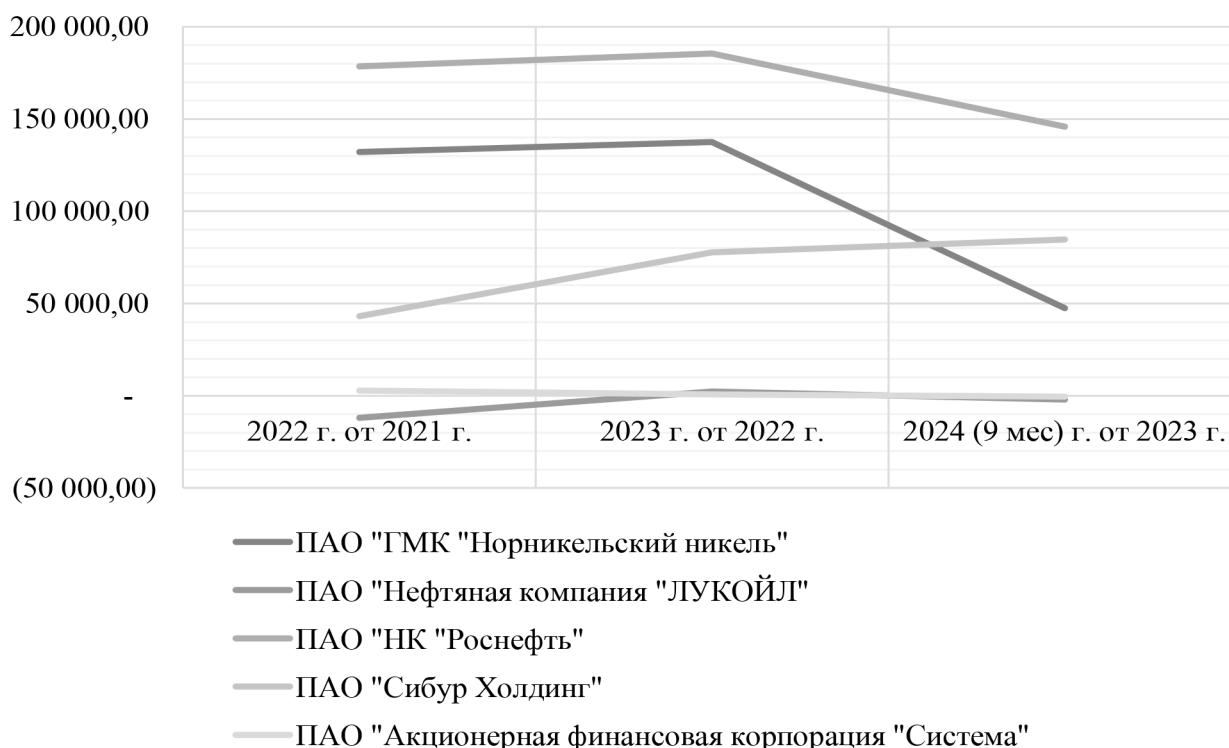


Рис. 5. Динамика основных средств организаций в 2021-2024 (9 мес.) гг., млн. руб.

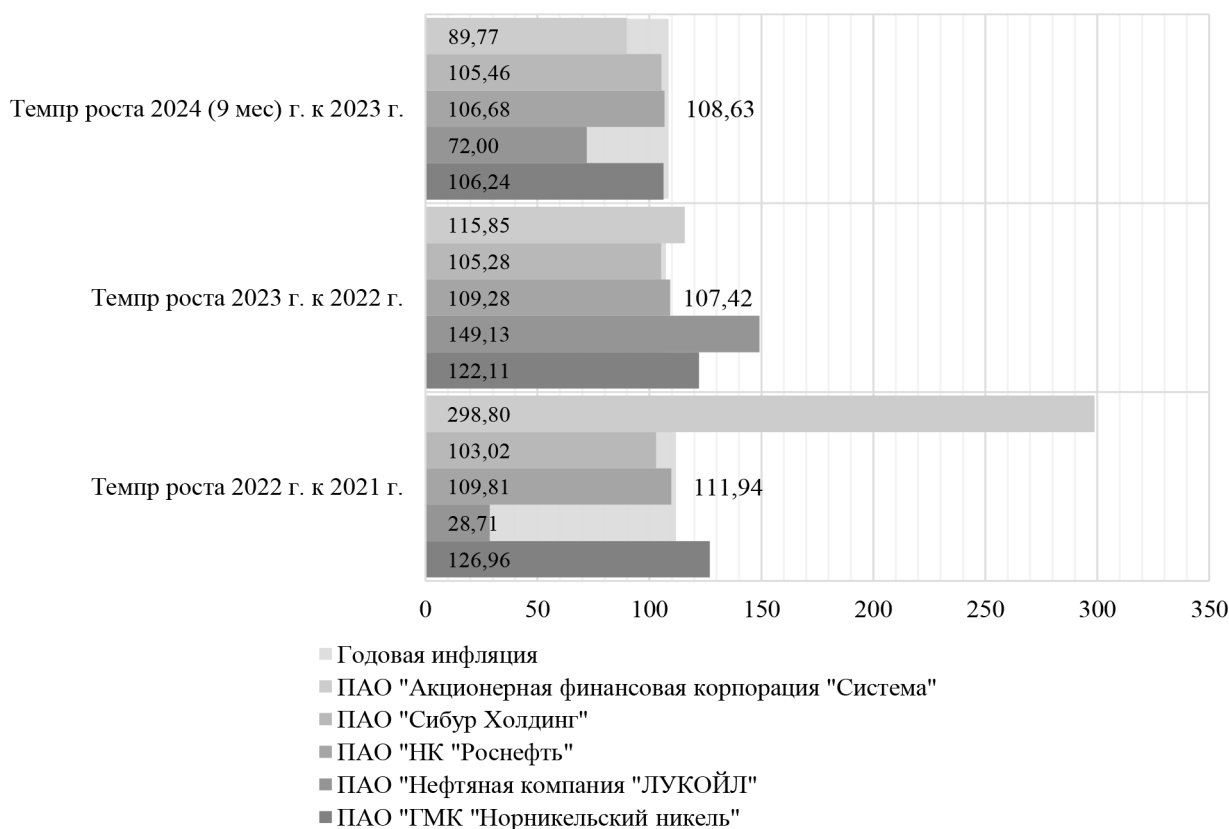


Рис. 6. Темпы роста основных средств организаций за 2021-2024 (9 мес.) гг., %

Из представленных данных (табл. 4, рис. 5) можно сделать вывод, что в 2022 году большинство организаций демонстрируют положительную динамику абсолютных изменений, что указывает на рост основных средств. Исключение составила ПАО «Нефтяная компания «ЛУКОЙЛ», которая показала отрицательное значение, то есть снижение основных средств по сравнению с 2021 годом.

В 2022 году большинство компаний продемонстрировали значительный рост основных средств. Особенно выделяется ПАО «Акционерная финансовая корпорация «Система» с темпом роста 298,8% к 2021 году, что указывает на агрессивное расширение активов. В 2023 году наблюдается разноректорность: ПАО «ЛУКОЙЛ» показывает наибольший темп роста (149,1%), в то время как у ПАО «Сибур Холдинг» и «Норильский никель» темпы роста снижаются, что сигнализирует о снижении инвестиций или завершении ранее запланированных проектов. За девять месяцев 2024 года темпы роста также заметно варьируются. При этом, компании начинают сталкиваться с явным замедлением роста: «Акционерная финансовая корпорация «Система» (89,8%) и «Норникель» (106,2%).

Годовая инфляция в 2022 году составила 111,94%, что значительно превышает темпы роста многих компаний, например, «Сибур», «Лукойл» и «Роснефть», которые едва превышают уровень инфляции. В 2023 году инфляция немного снизилась до 107,42%. Это всё еще превышает рост основных средств по многим компаниям, особенно у «Норникеля» и «Сибура». Высокие темпы роста основных средств компаний в 2022 году в большинстве случаев не покрыло даже инфляционное давление, что ставит под вопрос устойчивость роста.

В 2024 году все компании показывают темпы роста ниже инфляции, что свидетельствует об экономических трудностях и снижении вложений в основные фонды.

Проведенные исследования позволяют сделать вывод, что при увеличении объемов инвестиций в федеральные облигации наблюдается количественное и качественное угнетение частных накоплений [8, 9]:

1. Количественное угнетение частных накоплений: Увеличение спроса на государственные облигации ограничивает доступность капиталовложений для частных проектов и стартапов. Это может привести к уменьшению поступлений в другие секторы экономики и снижению темпов их роста.

2. Качественное угнетение частных накоплений: Из-за снижения интереса к инвестициям в реальные активы происходит ухудшение структуры экономики. Более рискованные и инновационные сегменты могут недополучать необходимые инвестиции, что замедляет развитие новых технологий и продуктивности.

3. Корпоративные облигации по доходности не конкурируют с государственными (ОФЗ), но с ПД стали пользоваться спросом и могут «оттянуть» некоторые частные инвестиции.

4. Конкурентами частных корпоративных займов выступают, в том числе, банковские депозиты.

Для дополнительной аргументации 3 и 4 тезиса проведём анализ доходностей корпоративных облигаций и ОФЗ за исследуемый период, представленный на рисунке 7 [1].

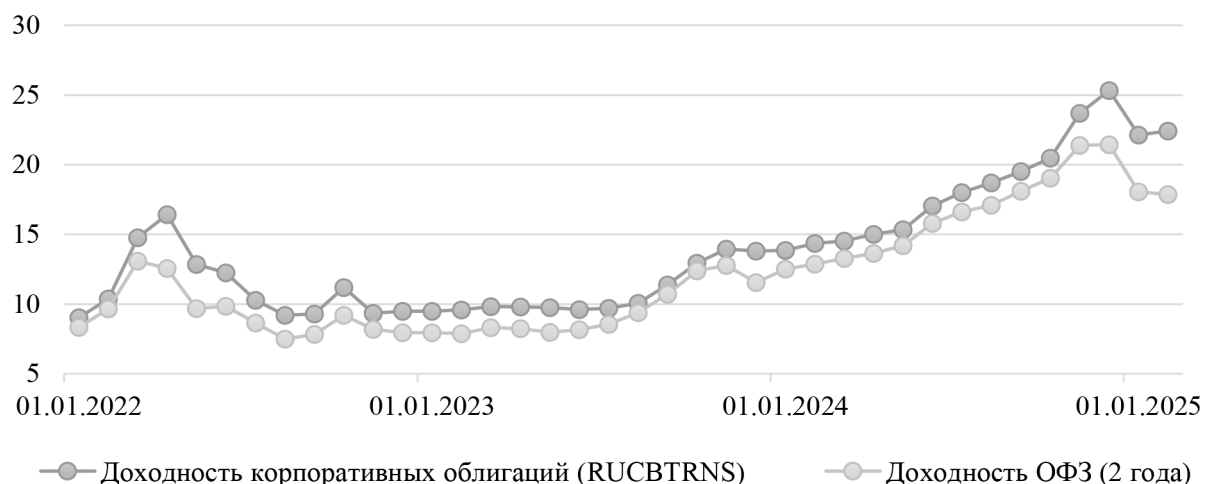


Рис. 7. Динамика доходностей корпоративных облигаций и ОФЗ за 2022-2024 гг., %

График на рисунке 7 демонстрирует вывод, что доходность ОФЗ в конце 2023 г. приблизилась к уровню доходности корпоративных облигаций, это означает серьезное ухудшение доверия к государственным ценным бумагам и рост рыночных рисков. Такой сценарий свидетельствует о том, что инвесторы требуют значительно более высокой премии за риск, что негативно скажется на финансовой стабильности страны и может привести к дальнейшему удорожанию заимствований для государства. В результате ситуация станет крайне неблагоприятной для экономики и финансового сектора в целом.

Выводы

Заключительные рекомендации:

1. Правительству и регуляторам следует стимулировать диверсификацию разнообразных финансовых инструментов, чтобы снизить зависимость частных инвесторов от государственных облигаций и обеспечить более сбалансированное распределение капитала между секторами экономики.
2. Внедрение мер по стимулированию инвестиций в реальные активы: необходимо создавать условия для повышения привлекательности инвестиций в инновационные проекты, технологические стартапы и производственные активы, например, через налоговые льготы или субсидии.
3. Регулирование объема государственных заимствований: следует контролировать уровень эмиссии государственных облигаций с целью предотвращения чрезмерного вытеснения частных инвестиций и обеспечения устойчивого развития финансового рынка.
4. Поддержка развития корпоративного сектора: стимулирование рынка корпоративных облигаций и создание условий для их более широкого распространения поможет снизить конкуренцию между государственными и корпоративными инструментами и обеспечить более эффективное распределение капитала.
5. Мониторинг и регулирование конкуренции между различными финансовыми инструментами: важно внедрять меры по обеспечению равных условий для различных видов инвестиций, чтобы избежать чрезмерной концентрации капитала в государственных инструментах и обеспечить развитие конкурентного рынка.

Литература

1. Центральный банк Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/sec_st/#a_54955 (дата обращения 23.05.2025).
2. Официальный сайт ПАО «ГМК «Норильский никель»». [Электронный ресурс]. URL: <https://nornickel.ru/?ysclid=mb4t9grl30687890781> (дата обращения 23.05.2025).

3. Официальный сайт ПАО «Нефтяная компания «Лукойл»». [Электронный ресурс]. URL: <https://lukoil.ru/Company/history> (дата обращения 23.05.2025).
4. Официальный сайт ПАО «НК «Росфнеть»». [Электронный ресурс]. URL: <https://www.rosneft.ru/about/Glance/> (дата обращения 23.05.2025).
5. Официальный сайт ПАО «Сибур Холдинг». [Электронный ресурс]. URL: <https://www.sibur.ru/ru/about/> (дата обращения 23.05.2025).
6. Официальный сайт ПАО «Акционерная финансовая корпорация «Система»». [Электронный ресурс]. URL: https://ru.wikipedia.org/wiki/АФК_«Система» (дата обращения 23.05.2025).
7. Федеральная служба государственной статистики. [Электронный ресурс]. URL: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения 22.05.2025).
8. Рыночная экономика и финансово-кредитные отношения: ученые записки. Ростов-н/Д.: Ростовский государственный экономический университет «РИНХ», 2023. 116 с.
9. Плотова И.И., Томилина Е.П., Сизон Ю.Е., Углицких О.Н. Современные тенденции развития финансовой науки: монография. Ставрополь: АГРУС Ставропольского гос. аграрного ун-та, 2024. 268 с.
10. Московская биржа. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/g-curve/> (дата обращения 24.05.2025).
11. Бондаренко И.А., Линкевич Е.Ф. Эффективность бюджетных расходов или бюджетирование, ориентированное на результат // Естественно-гуманитарные исследования. 2024. № 6 (56). С. 787-790.
12. Мадатова О.В. Преобразование трансграничных финансовых операций в условиях санкционного давления: анализ альтернативных платежных механизмов и стратегии обеспечения экономической устойчивости России // Финансы и управление. 2025. № 1. С. 97-131. DOI: 10.25136/2409-7802.2025.1.73076.