

## Финансовая экономика

---

### Понятие и перспективы финансового развития\*

К. В. Криничанский, Н. Е. Анненская

*Финансовый университет при Правительстве  
Российской Федерации (Москва, Россия)*

Значительное число исследований, посвященных разным аспектам финансового развития, обуславливают различное толкование (полисемию) этого понятия. В данной работе финансовое развитие определяется как изменения, которые способствуют снижению явных и неявных издержек, связанных с работой финансовой системы и осуществлением ее функций. На практике для него характерны различные конфигурации и сценарии в зависимости от места и времени. С 1970-х годов наблюдается переход от финансовой репрессии к финансовой либерализации. Однако оценка ее последствий, как показал опыт 1980-х годов, остается неоднозначной. Финансиализация как феномен опережающего роста финансового сектора по сравнению с экономикой, проявившаяся в 1990–2000 годы, могла сдерживать мотивацию к финансовому развитию. Непрерывный поток финансовых инноваций как явление финансового развития способен помочь преодолеть ограничения финансиализации. Финансовые инновации в большей степени способствуют росту доступности и эффективности финансовых систем и в меньшей степени — их углублению. В 2020-е годы тренды финансового развития, обусловленные цифровизацией, закладывают основу фундаментальной модернизации финансового сектора. Они позволяют преодолеть диспропорции, которые ассоциировались ранее с понятием финансиализации, ослаблением связи финансового развития и экономического роста, и повысить функциональность и эффективность национальных финансовых систем.

*Ключевые слова:* финансовая система, финансовое развитие, финансиализация, финансовые инновации, цифровизация.

*JEL:* G18, G28, O11, O16, O31.

---

*Криничанский Константин Владимирович* (kkrin@ya.ru), д. э. н., проф. департамента банковского дела и финансовых рынков, н. с. Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений Финансового университета; *Анненская Наталья Евгеньевна* (nannenskaya@gmail.com), к. э. н., доцент департамента банковского дела и финансовых рынков, н. с. Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений Финансового университета.

## **Введение**

Термин «финансовое развитие» в последние 40 лет часто встречается на страницах экономических журналов, книг и обзоров. Курс на финансовое развитие признается важным направлением экономической политики. При этом облик финансового развития в столь длительной перспективе меняется. Это вызывает сложности в восприятии экономической литературы как единого целого и задает двухэтапную задачу: определить фундаментальную компоненту финансового развития, его онтологическую, сущностную сторону и сформировать представление о закономерностях ее реализации в практических формах, характеризующих финансовое развитие как явление в конкретные периоды времени исследуемых стран и регионов.

В вопросах изучения финансового развития экономической науке свойственно различное толкование (полисемия). Различия смыслов распространяются на то, какие явления и процессы охватываются этим понятием, в чем основные причины и факторы финансового развития, какова его направленность и пр. Мы выделяем три подхода к пониманию финансового развития, в зависимости от того, какого рода изменения выдвигаются на первый план. Это могут быть: (1) институциональные изменения (в том числе затрагивающие микроструктуру рынков); (2) количественные изменения макроуровня; (3) изменения, затрагивающие функциональность финансовой системы. Сторонники наиболее распространенной позиции рассматривают финансовое развитие через призму институциональных характеристик и уделяют больше внимания либо тому, что (А) ограничения (вводимые властью или возникающие как итог столкновения интересов групп) побуждают в определенных условиях к финансовым инновациям, влекущим изменения в финансовой структуре (Barradas, 2016), либо тому, что (Б) изменения правил игры приводят к кардинальным сдвигам, затрагивающим как структуру финансовой системы, так и конкуренцию внутри нее (Maueg, 2001).

Характерный пример финансового развития типа (А) — старт индустрии криптовалют, когда претензии игроков к устойчивости финансовой системы в сочетании с их неудовлетворенностью большой властью традиционных финансовых посредников побудили создать финансовую индустрию на принципиально новой платформе, базирующейся на DLT (технологии распределенного реестра). Иллюстрацией финансового развития типа (Б) является серия реформ либерализации финансового сектора 1990-х гг. Ее последствиями стали изменение структуры собственности банков в пользу частного капитала, рост значения иностранных банков в национальных финансовых системах, формирование сегментов рынка капитала в ряде экономик, в которых ранее существовал лишь банковский канал доставки финансовых ресурсов в экономику.

Рассмотрение финансового развития в разрезе институтов весьма продуктивно, поскольку позволяет раскрывать логику процессов в рамках альтернатив, предлагаемых современной экономической теорией институциональных изменений. Однако онтологическая проблема финансового развития здесь не решается, поскольку основное внимание уделяется форме (действующим правилам и нормам), а не содержанию (закономерностям формирования этих правил).

Другой подход концентрирует интерес на количественных параметрах финансового развития, долгосрочных и циклических свойствах экспансии кредитных и фондовых рынков. Один из центральных вопросов традиционно сводится к проблеме соотношения динамики финансовых переменных с динамикой капиталовложений, производительности, инноваций, ВВП и пр. (Ehigiamusoe, Samsurijan, 2021). Такого рода литература довольно часто страдает от редукционизма, когда финансовое развитие сводится к динамике двух-трех параметров финансовой глубины, а попытки агрегировать разноплановые индикаторы в сводные индексы (Svirydzienka, 2016) наталкиваются на множество проблем с данными и реализуются преимущественно в логике математических алгоритмов, а не экономического содержания используемых индикаторов.

Сторонники наиболее взвешенной точки зрения относительно финансового развития, по нашему мнению имеющей наиболее прочный теоретический фундамент, предлагают рассматривать функциональность финансовой системы и условия ее обеспечения. В этих работах предприняты попытки связать изменение институтов или структуры финансовых систем с глубинными проблемами работы рыночного механизма в сфере непубличных финансов. Опираясь на ряд исследований (Beck et al., 2000, 2010; Čihák et al., 2012; Demirgüç-Kunt, Levine, 2008; Levine, 2005), группа Всемирного банка приводит обобщения на этот счет<sup>1</sup>. Важнейшее из них состоит в том, что фундаментально под финансовым развитием предлагается понимать *преодоление явных и имплицитных издержек, связанных с работой финансовой системы и с выполнением ею своих функций*. Само по себе возникновение финансовых контрактов, рынков и посредников и последующий процесс их эволюции, усложнение и совершенствование в большинстве случаев прослеживаются как эндогенный процесс, основанный на снижении затрат на приобретение информации, на обеспечении соблюдения контрактов и беспрепятственного совершения транзакций. Таким образом, *развитие финансового сектора происходит, когда финансовые инструменты, рынки и посредники сглаживают последствия информационных асимметрий и издержек, способствуют проведению транзакций и тем самым лучше обеспечивают предоставление ключевых функций финансового сектора в экономике*. Обращаясь к теоретическому наследию Р. Мертона, обобщенному в работе Ц. Боди (Bodie, 2019), укажем на следующие функции финансовых систем<sup>2</sup>:

- организация рыночных способов перемещения экономических ресурсов во времени и пространстве (между отраслями, странами, регионами);
- организация рыночных способов управления рисками;
- обеспечение клиринга и расчетов для облегчения торговли;
- обеспечение механизма объединения ресурсов и разделения собственности на уровне отдельных бизнесов;
- предоставление информации о ценах для координации децентрализованного принятия решений в различных секторах экономики.

<sup>1</sup> <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-development>

<sup>2</sup> Излагаются в нашей редакции.

К этому перечню целесообразно добавить мобилизацию и объединение сбережений, накопление капитала, стимулирование деловой активности и инноваций и (оставив в стороне множество других функций более частного порядка) (Криничанский, 2009) еще раз констатировать, что у концепта финансового развития есть определенная *инвариантная часть*, содержательно раскрываемая с помощью концепций рыночных фрикций, асимметричной информации, морального риска и пр., поскольку большинство функций финансовых систем реализуются как способы преодоления таких фрикций и рисков. Это хорошо прослеживается в работе Р. Ливайна (Levine, 2005), показывающего, что функционал финансовой системы возникает, когда создаются формальные и неформальные институты, инструменты, контракты, использование которых преодолевает информационные проблемы. Таким образом, отслеживать инварианты финансового развития можно только с помощью анализа вариативной компоненты. Эта составляющая финансового развития раскрывается в конкретных изменениях архитектуры финансовых систем, базовых законодательных норм и пр. и выявляется при анализе опыта финансового развития конкретных стран.

### **Финансовая либерализация 1970—1980-х годов**

Переходя от сущности к явлению, обратимся к исследованию практической стороны финансового развития. Что в действительности происходило с финансовыми рынками и системами, что из этого следует ассоциировать с финансовым развитием? В большинстве исследований предлагается принимать в качестве отправной точки современных трендов финансового развития период 1970—1980-х гг., прошедший во множестве стран под девизом *финансовой либерализации* (Elkhuizen et al., 2017; Миркин, 2019). Предшествовавшее ему время, начиная примерно с 1930-х годов или даже ранее, характеризовалось практикой сдерживания, для которой были характерны жесткость регулирования финансовых рынков (включая трансграничные потоки капитала); ограничения в банковском бизнесе (касающиеся как разработки и продажи продуктов, так и географической экспансии); контроль уровня процентных ставок (как выплачиваемых по депозитам, так и взимаемых по кредитам); контроль за объемом, направлениями и распределением кредита; государственная собственность на банки и иные финансовые учреждения с соответствующими этому практиками управления. Проанализировав их последствия, Р. МакКиннон (McKinnon, 1973) и Э. Шоу (Shaw, 1973) ввели традицию называть комплекс данных явлений *финансовой репрессией*.

Главным каналом негативного влияния финансовой репрессии считался канал реальной процентной ставки. Введенные в 1930-е годы потолки ставок демотивировали сбережения и лишали ресурсов подпитки финансовые рынки. Политика финансового подавления считалась причиной плохих экономических показателей стран (особенно развивающихся), поскольку она вела к низким нормам сбережений

и слабому кредитованию (Ang, 2009). Эта политика, призванная снизить риски, не смогла оградить страны от финансовых кризисов<sup>3</sup>.

Другой канал — счет операций с капиталом. Считалось, что ограничения на проведение таких операций, сдерживающие иностранные инвестиции, как и потолки процентных ставок, ограничивали доступность средств для инвестиций и роста. Третий канал — контроль за финансовыми посредниками, который приводил к недостаточности источников финансирования для инвестиций, страдало и качество инвестиций, поскольку существенная часть ресурсов распределялась по усмотрению директивных органов в условиях, когда значительная доля собственности на банки контролировалась правительством.

Политика преодоления финансовой репрессии, или политика финансовой либерализации предполагала отмену контроля за движением капитала, приватизацию финансовых посредников и инфраструктурных институтов, отмену правил, устанавливавших потолки процентных ставок, снижение резервных требований для институтов депозитного типа и другие меры. Результатами такой политики виделись повышение конкуренции в финансовом секторе, рост ликвидности, более справедливое ценообразование на денежном рынке и рынке капитала с соответствующими положительными эффектами для реального сектора. Однако фактические результаты не всегда совпадали с ожидаемыми, что можно было объяснить разными причинами — от ошибочности или условности теоретических позиций адептов финансовой либерализации (критика подобного рода содержится, например, в: Stiglitz, 2000; Demirgüç-Kunt, Detragiache, 1998) до стратегических просчетов в реализации реформ (Bekaert et al., 2005; Vumann et al., 2013). Страны, которые более осмысленно использовали либеральные рецепты, как правило, достигали лучшего успеха, измеряемого не только и не столько скоростью экспансии кредита, сколько темпами экономического роста<sup>4</sup>. В связи с отсутствием в профессиональной среде единого мнения относительно влияния политики финансовой либерализации на экономику в отдельных странах востребованными оказываются результаты метаанализа. Так, С. Буман (Vumann et al., 2013), анализируя результаты более 60 исследований на тему эффектов финансовой либерализации, приходит к следующим заключениям:

— связь между финансовой либерализацией и ростом статистики более значима в исследованиях, использующих данные от 1970-х до 1990-х годов; эта связь ослабевает в 2000-е гг., поскольку к этому времени большинство стран уже прошли период основных реформ

---

<sup>3</sup> Наиболее мощным был кризис ссудо-сберегательных организаций в США 1980–1990-х годах вследствие политики жестких ставок.

<sup>4</sup> Характерный пример — КНР. Сохранив многие элементы контроля на валютном рынке, ограничения на движение по счету капитала, не форсируя выход государства из капитала банков, Китай смог сохранить стабильно высокие темпы роста капиталовложений и ВВП. Впрочем, абсолютизировать градуализм как условие экономического успеха КНР нельзя. Имеющиеся работы, анализирующие связь финансового развития и экономического роста в Китае в разрезе провинций, свидетельствуют о том, что специфические для Китая индикаторы, измеряющие государственное вмешательство в финансовый сектор, отрицательно связаны с экономическим ростом, а индикаторы, измеряющие рыночное финансирование, связаны с экономическим ростом положительно (Guariglia, Poncet, 2008).

в финансовой сфере, поэтому предельный эффект либерализации оказывается умеренным;

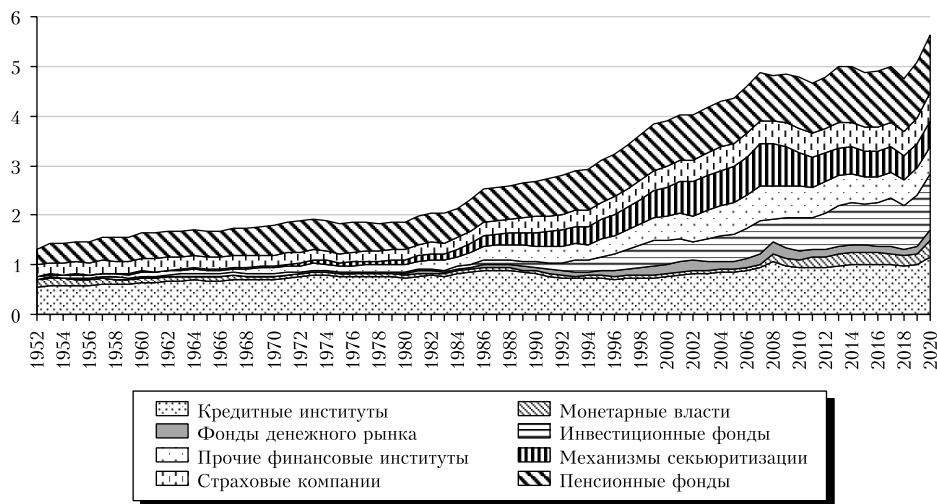
— статистически значимая положительная связь между финансовой либерализацией и экономическим ростом свойственна странам с формирующимися рынками (менее, чем странам с развитыми финансовыми системами);

— политика либерализации может быть более успешной в сочетании с другими мерами реформ и институциональными изменениями, в том числе в налоговой, денежно-кредитной сферах или в регулировании финансовых рынков.

### Финансиализация: связь финансового развития с темпами роста экономики

При смешанных оценках результатов финансовой либерализации с точки зрения последствий реформ для рынков и экономик общим для большого числа стран стало значительное увеличение доли финансовых секторов относительно добавленной стоимости, создаваемой экономикой этих стран. Это явление обозначается в литературе терминами финансиализации<sup>5</sup> или финансового форсажа (Миркин, 2019). В качестве иллюстрации на рисунках 1–2 приведена долгосрочная динамика активов финансовой системы крупнейших экономик мира<sup>6</sup>.

Активы финансовых посредников, относительно ВВП: США, 1952–2020 гг., годовые данные



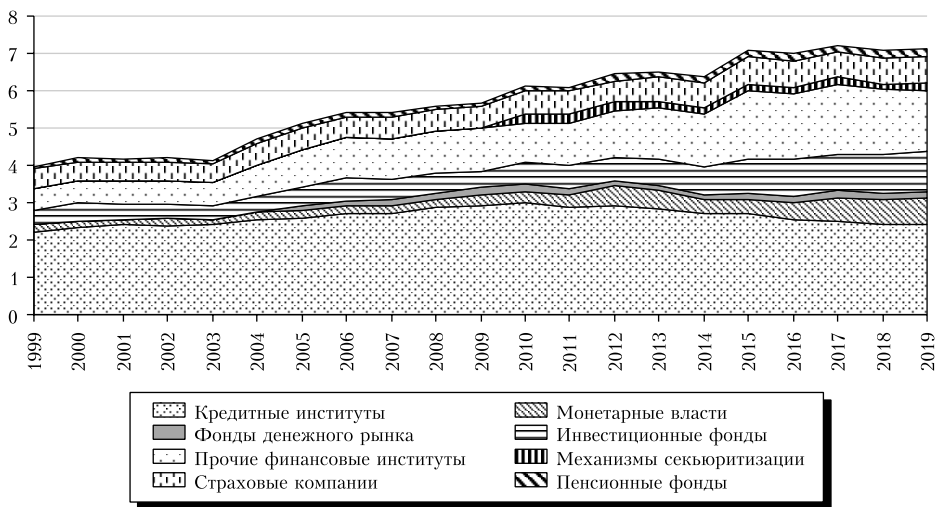
Источник: составлено авторами на основе данных ФРС США (<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/>).

Рис. 1

<sup>5</sup> Оценочно нейтральное определение финансиализации звучит как «опережающий рост емкости финансового сектора по сравнению с экономикой» (Cournède et al., 2015).

<sup>6</sup> Кроме этого, на рисунке 1 видно кардинальное ускорение роста веса финансового сектора в экономике с 1980-х гг.

**Активы финансовых посредников относительно ВВП:  
еврозоны, 1952–2020 гг., годовые данные**



Источник: составлено авторами на основе данных ЕЦБ (<https://sdw.ecb.europa.eu/>).

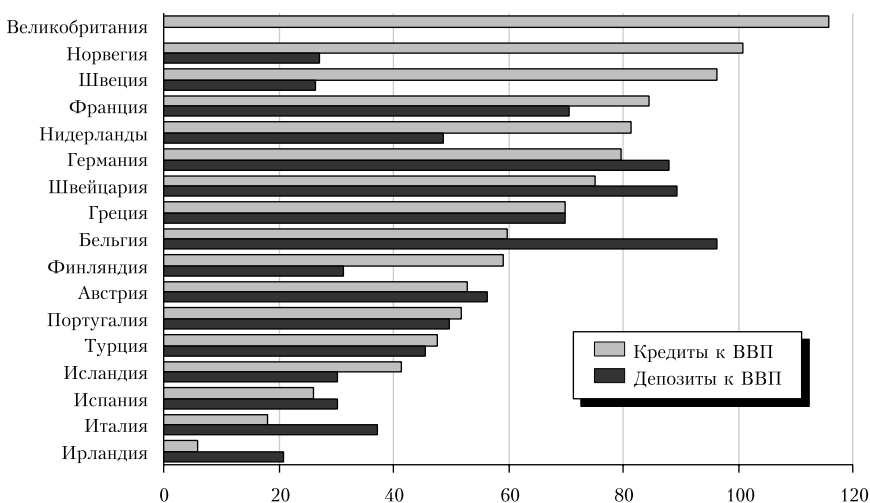
Рис. 2

Как можно видеть, в США на конец 2020 г. такие активы почти в шесть раз превышали ВВП, а в еврозоне — в семь раз.

Увеличение размера финансовых систем не было равномерным в разрезе стран (см. пример сравнения ряда европейских экономик на рисунке 3), однако его последствия оказались важными для всех.

Расширение финансовой системы прослеживается в отношении сбережений, кредитов, активов финансовых посредников, инструмен-

**Финансовая «глубина» в европейских странах,  
2019 г. к 1960 г. (выборка, п. п.)**



Источник: составлено авторами на основе данных Всемирного банка (<https://worldbank.org/>).

Рис. 3

тов фондового рынка, деривативов, инструментов секьюритизации и теневой банковской системы. Финансовое углубление, часто определяемое как чрезмерное и угрожающее стабильности, как показано в ряде исследований, положило начало уменьшению или «переворачиванию» (с плюса на минус) характеристик связи между финансовым развитием и экономическим ростом в ряде стран. Авторы исследования: King, Levine, 1993, проведенного на данных с 1960 по 1989 г., выявили значимую положительную корреляцию между несколькими индикаторами финансового развития и темпами экономического роста стран.

Наши вычисления корреляции между тремя показателями финансовой глубины, основанные на статистике кредитов и капитализации рынка акций, на данных с 1960 по 2020 г., показали близкую к нулевой корреляцию финансового развития с темпами роста экономики (табл. 1). Сочетание роста финансовой глубины на фоне нарастания нейтрального или неблагоприятного эффекта такого роста на реальную экономику, экономических субъектов и макроэкономические результаты придало понятию финансиализации негативный оттенок (Barradas, 2016).

Т а б л и ц а 1

**Корреляция финансовой глубины  
с показателями экономического роста**

Категория стран	Число стран в выборке	Индикатор финансовой глубины (% ВВП)		
		внутренний кредит частному сектору	внутренний кредит частному сектору, предоставленный банками	рыночная капитализация компаний, прошедших листинг
С высоким доходом	43	-0,216	-0,181	-0,025
С доходом выше среднего	41	-0,045	0,115	0,086
С доходом ниже среднего	38	-0,057	-0,035	-0,023
С низким доходом	18	-0,012	0,011	-

*Примечание.* Значения индикаторов финансовой глубины преобразованы в значения их темпов роста год к году; экономический рост отражает темп роста ВВП на душу населения; оценка коэффициентов корреляции осуществлялась по доступным интервалам данных в период с 1960 по 2020 г.

*Источник:* рассчитано на основе базы данных WDI Всемирного банка (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>).

Финансовое развитие, понимаемое как поток изменений в формальных институтах, приводящих к расширению кредитных, фондовых, срочных рынков и к определенным структурным изменениям, страдает в ценностном отношении, так как далеко не всегда ведет к желаемым макроэкономическим целям. Главная сложность для политиков здесь состоит в том, чтобы формальные институты (создаваемые или реформируемые) способствовали решению проблем функциональности рынка и действительно позволяли преодолевать информационные асимметрии и снижать трансакционные издержки. В действительности мы можем наблюдать совсем иное. В частности, выгоды от финансиализации распределены асимметрично: наибольшую полезность от нее получают крупные игроки и страны с развитой экономикой. Политики в менее развитых странах, принимая эту игру, сохраняют ограничения, сдерживающие

конкуренцию и возможности экономических агентов сберечь и получить финансирование (Rajan, Zingales, 2003; Абрамов и др., 2021). Таким образом, политика финансового развития, оправданная концептуально, может на практике оборачиваться эффектами консервации отсталости большого числа стран, особенно относящихся к категории низких доходов, роста неравенства внутри них, а механизмы перераспределения капитала и риска могут вырождаться, затрудняя повышение производительности и сдерживая экономический рост.

### **Финансовые инновации**

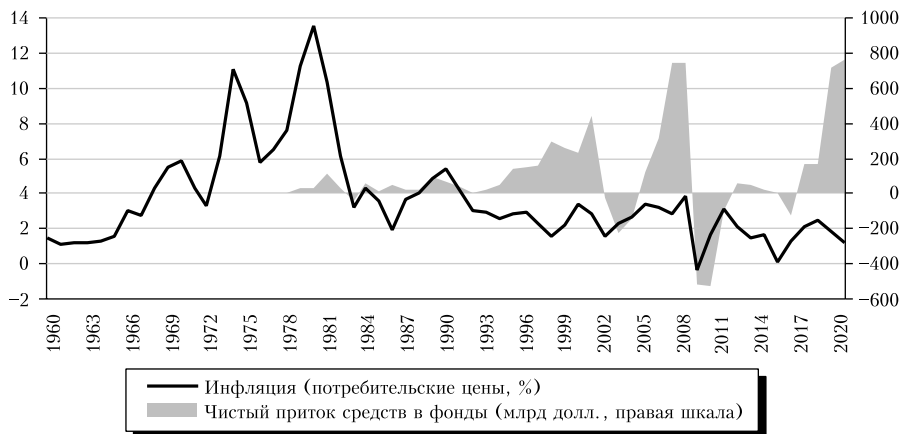
Еще один образ финансового развития — это финансовые инновации. Данное явление представляет собой один из ответов на наличие фрикций и издержек работы рыночного механизма, на которые обращалось внимание выше как на фундаментальное основание финансового развития. При этом финансовое развитие происходит как в порядке медленного накопления изменений в институтах (соответствуя эволюционному, инкрементному характеру институциональных изменений), так и скачкообразно, в виде финансовых инноваций, значительно затрагивающих взаимодействие участников, конкуренцию, структуру рынков и пр. Анализ их истории позволяет говорить о нескольких мотивах появления. Среди главных: технологические изменения; рыночные (ценовые) шоки, затрагивающие структуру рынка, прибыли и риски участников; стремление участников извлечь ренту. Кроме этого, инновациям было свойственно возникать в ответ на кризисы (или даже накопление предпосылок к ним, сопровождающееся ростом неопределенности и волатильности рынков) и кардинальные изменения в законодательстве. Таким образом, характер изменений вызван как внутренними, так и внешними факторами, с доминированием последних.

В качестве примера приведем яркий период в истории финансовых инноваций — 1970-е—1980-е годы. Экзогенными для финансовой системы факторами, повлекшими поток новых решений и продуктов на рынке, стали значительное усиление инфляции и, как следствие, повышение процентных ставок; быстрый технический прогресс, который значительно снизил реальные затраты на проведение финансовых операций (Broaddus, 1985).

Вследствие роста инфляции в США появились такие инструменты, как евро-доллары, NOW-счета, сертификаты денежного рынка с доходностью, привязанной к ставке краткосрочных казначейских векселей, индивидуальные пенсионные счета (IRA), освобожденные от ограничений в виде потолка процентных ставок. Наконец, инфляция привела к созданию взаимных фондов денежного рынка. На рисунке 4 видно, что возникновению института взаимных фондов денежного рынка предшествуют резкий скачок инфляции и сохранение этих условий на протяжении длительного периода. Последующие всплески притока средств в данные фонды также были связаны с ростом инфляции.

Существенные новации происходили в связи с преимуществами, которые появлялись благодаря техническому прогрессу: скорости и эффективности обработки данных, возможности их накопления, развития технологий удаленной коммуникации и пр. Все эти области напрямую связаны с «нагрузкой» на рынок в виде транзакционных издержек.

**Инфляция и приток средств  
в акции взаимных фондов денежного рынка:  
США, 1960–2020 гг., годовые данные**



Источник: составлено авторами на основе данных ФРС США (<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/>).

Рис. 4

Снижение этой нагрузки<sup>7</sup> сделало возможным и выгодным для банков и других финансовых посредников предлагать, а для бизнеса использовать сложные методы управления денежными средствами, сопровождения экспортно-импортных операций, компиляции банковских и страховых услуг и пр. Появление cash management — услуги, предлагаемой крупным клиентам, которая позволяет управлять денежными потоками, используя различные счета, открытые в одном банке и включающие элементы доверительного управления (расчетные счета с овердрафтом, брокерский счет), с возможностями маржинального кредитования, традиционных кредитных линий, эскроу-счетов, — невозможно представить при высоких затратах на обработку, фиксацию, хранение и анализ значительных объемов информации.

Финансовые инновации серьезно влияли как непосредственно на сам финансовый сектор, так и на экономику в целом. Внутри финансового сектора это влияние проявлялось в обострении конкуренции между различными игроками, взаимном проникновении участников в секторы, традиционно контролируемые другими участниками<sup>8</sup>, довольно часто — в сокращении числа игроков и в росте как средних размеров компаний в отрасли, так и размеров крупнейших участников и т. д. Интегральный эффект финансовых инноваций считают позитивным (Laeven et al., 2015). Авторы некоторых работ говорят о смешанном эффекте и скры-

<sup>7</sup> Имея в виду, например, возникновение эффективной технической инфраструктуры, обеспечивающей такие услуги, как электронные системы денежных переводов, автоматизированные клиринговые палаты и т. п.

<sup>8</sup> Так, банки активно проникали в сферу инвестиционных услуг, управления активами, страхования. Инвестиционный бизнес перетягивал на себя сегмент консервативных сбережений, развивал направления, близкие кредитованию. Страховые организации также занялись кредитами и инвестированием в пользу бизнеса, стали предлагать частным клиентам гибридные продукты, сочетающие свойства страхования и инвестиций.

тых рисках финансовых инноваций в виде угрозы кризисов, наносящих вред долгосрочному росту (например, см.: Beck et al., 2016).

### Перспективы финансового развития

Развитие финансового сектора, стартовавшее накануне эпохи промышленных революций и подстегиваемое экономическим и технологическим развитием в последние 250 лет, — это непрерывный процесс, обращенный в будущее. Мы рассматриваем вопрос, в каких направлениях и с какой интенсивностью он продолжится в некоторой перспективе. Для ответа на него воспользуемся четырехчастной моделью финансового развития, предложенной в работах: Beck et al., 2008; Čihák et al., 2012. В модели способы и метрики измерения финансового развития систематизируются в кластеры, отнесенные к широким категориям финансовой глубины, финансовой доступности, стабильности финансовых систем и их эффективности. Основные ожидания в разрезе данных категорий отражены на рисунке 5.

#### Перспективы финансового развития в разрезе категорий глубины, доступности, стабильности и эффективности

Финансовая глубина	Финансовая доступность	Финансовая стабильность	Эффективность финансовых систем
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Околодулевой рост финансовой глубины стран с высоким доходом</li> <li>• Умеренный рост финансовой глубины стран с формирующимися рынками</li> <li>• Структурные изменения, связанные с ростом роли рынка капитала и влиянием ESG-повестки</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост финансовой доступности за счет:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— развития технологий;</li> <li>— удешевления финансовых услуг;</li> <li>— сетевых эффектов, особенно за счет стран со средним и низким доходом</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Разработка подходов к обеспечению финансовой стабильности в связи с расширением роли криптовалют и DLT-технологий, ростом роли розничных инвесторов при повышении концентрации в секторах их обслуживания</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Повышение эффективности финансовых систем за счет цифровых решений, сетевых эффектов и получения преимуществ работы с большими данными</li> <li>• Структурные изменения в пользу платформ и экосистем</li> </ul>

Источник: составлено авторами.

Рис. 5

На основе проведенных ранее исследований (Valickova et al., 2015) можно заключить, что наименее вероятной представляется перспектива форм и проявлений финансового развития, которые выливались бы в рост финансовой глубины, по крайней мере, для ряда стран. Это связано с достижением значительным числом стран (не только высоко-развитых, но и стран с формирующимися рынками и уровнем дохода выше среднего) уровней финансовой глубины, которые при попытке их повышения приводят к реверсивному эффекту и угрожают долгосрочному росту (Arcand et al., 2015). Это объясняется сложностью трансмиссии расширения рынков в повышение экономической эффективности. Вместе с тем в ряде стран ставится задача модернизировать финансовую структуру (Véron, Wolff, 2016; Gould, Melecky, 2017),

поэтому можно ждать усиления роли рынков капитала при более сдержанном росте (или снижении) глубины кредитных рынков.

Интенсивное финансовое развитие будет происходить в направлении расширения финансовой доступности. Страны, отстающие в части финансового развития, гораздо легче и быстрее достигают эффекта повышения финансовой доступности, чем финансовой глубины. Преимущества быстрых технологических улучшений дают возможность пользоваться широкой линейкой финансовых услуг даже самым неискушенным и небогатым гражданам (Omar, Inaba, 2020). Такую закономерность можно отследить, исследуя темпы роста индикаторов доступности по странам с разным уровнем дохода. Как видно из данных таблицы 2, рост финансовой доступности в странах с более низким уровнем дохода в последнее десятилетие был значительно выше аналогичного показателя стран с высоким доходом<sup>9</sup>.

Т а б л и ц а 2

**Сравнительный анализ финансовой доступности домохозяйств различных категорий стран по уровню дохода**

Категория стран	Число стран в выборке	Процентный рост показателя, 2017 к 2014 г.		
		совершение цифровых платежей в течение последнего года	пользование кредитными картами	пользование депозитными картами
С высоким доходом	44	12,4	8,4	8,1
С доходом выше среднего	38	56,9	15,4	25,7
С доходом ниже среднего	37	103,6	99,2	52,1
С низким доходом	14	192,3	189,4	120,5

*Источник:* рассчитано на основе базы данных глобального финансового развития Всемирного банка (<https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database>).

Технологические изменения, снижающие себестоимость финансовых услуг и продуктов и преодолевающие проблемы удаленности клиента и финансовой фирмы, затрагивают также доступность финансовых услуг для бизнеса (с большей востребованностью в странах с относительно меньшим доходом; см. табл. 3). Впрочем, технологический фактор, способствующий росту доступности больше со стороны предложения<sup>10</sup>, не позволяет решить ряд проблем, связанных с невключением определенной части общества (или бизнеса) в финансовую систему, которые лежат на стороне спроса и затрагивают в том числе развитые экономики. Решающими условиями в сегменте услуг домохозяйствам будут доля домохозяйств с низким доходом, доля граждан с низким уровнем образования, доля лиц, не имеющих в собственности жилой недвижимости (Ampudia, Ehrmann, 2017). Кроме того, здесь важно

<sup>9</sup> В таблице 2 приведены три показателя, относящихся к услугам, наиболее сильно связанным с информационными и цифровыми технологиями.

<sup>10</sup> Речь идет о возможности официальной финансовой системы предлагать дешевые финансовые инструменты и услуги, прежде всего базовые — сберегательные инструменты и инструменты заимствования, позволяющие домохозяйствам сглаживать потребление и осуществлять накопления.

**Сравнительный анализ финансовой доступности для бизнеса  
в странах с различным уровнем дохода, 2016–2020 гг.**

Категория стран	Число стран в выборке	Индикатор финансовой доступности, %					
		доля фирм, нуждающихся в кредите		доля малых фирм, имеющих кредит или кредитную линию		доля фирм, использующих банки для финансирования капиталовложений	
		среднее значение	медиана	среднее значение	медиана	среднее значение	медиана
С высоким доходом	19	33,9	34,2	40,8	39,2	28,5	28,9
С доходом выше среднего	28	49,3	47,8	33,5	34,6	32,6	34,4
С доходом ниже среднего	26	52,8	53,9	18,4	17,9	22,9	16,7
С низким доходом	10	63,8	65,9	15,3	10,2	18,0	11,8

*Источник:* рассчитано на основе базы данных глобального финансового развития Всемирного банка (<https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database>).

учитывать адаптивность институциональной среды и готовность стран к необходимым законодательным изменениям<sup>11</sup>.

В части финансовой стабильности основные тренды развития заданы в период после краха банка Lehman Brothers. Введенные изменения, касающиеся банковского капитала или контроля за рынком деривативов, изменили баланс сил и структуру рынка, ослабив интерес к банковскому бизнесу, но это позволило укрепить надежность главной опоры финансовых систем — банковского сектора, что стало одним из факторов, позволивших экономикам успешно преодолеть «коронакризис» 2019–2020 гг.

Законодательные новации следует ожидать в отношении решения проблем, которые возникают в связи с расширением влияния новой индустрии, построенной на основе блокчейн и использующей криптовалюты и криптоактивы в качестве базовых инструментов. Кроме того, не полностью учтены риски, обусловленные ростом роли розничных игроков на рынках, расширением спектра предлагаемых ими инструментов, в том числе совершенно новых, увеличением кастомизации финансовых услуг<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Повышение уровня финансовой доступности требует решений, которые выходят за рамки сложившегося периметра регулирования финансовой деятельности. Яркий пример — сектор платежных услуг. Фактическая революция в деятельности платежной отрасли в последние годы потребовала множества регулятивных решений, вплоть до разработки и принятия новых законов, чтобы корректно «встраивать» возникающие отношения и определять статус участников этих отношений в соответствии с действующей гражданско-правовой системой.

<sup>12</sup> Распространяющиеся в последнее время инструменты и услуги, подобные автоследованию, робоэдвайзингу, продаже гибридных и структурных продуктов, исходно требуют от финансового посредника руководствоваться принципом доверительной заботы (fiduciary duty of care) в отношениях с клиентом. Однако в действительности этот принцип слабо приживается в ряде юрисдикций, а в процессе инжиниринга таких продуктов приоритет остается за выгодой посредника. Это в итоге может подрывать доверие и угрожать финансовой стабильности.

Рост эффективности и доступности — направления финансового развития, имеющие наибольшее продвижение и перспективы за счет цифровизации. Цифровая инфраструктура уже показала свою продуктивность на примере сегмента цифровых платежей (Goel et al., 2021). Далее внедрение цифровых платформ и облачных вычислений создают предпосылки для возникновения сетевых эффектов и позволяют достигать экономии от масштаба и от охвата (Feuerverfer et al., 2021). Новые цифровые форматы взаимодействия объединяют ресурсы крупных многопрофильных и нишевых игроков, создавая модель, устойчивую и привлекательную как для участников, так и их клиентов. Особенно характерны здесь сетевые эффекты. Это воплощение экстерналий будет играть важную роль в трансформации рынка финансовых услуг, поскольку ценность сети для всех клиентов в сегментах этого рынка возрастает по мере увеличения числа подключенных пользователей.

Еще один драйвер финансового развития, обуславливающий кардинальные улучшения известных продуктов, появление множества новых продуктов, решений и более эффективных бизнес-моделей, связан с работой с данными. Стремительное снижение стоимости хранения данных<sup>13</sup> и повышение производительности вычислений составляют основу формирования современной эффективной финансовой системы. Финансовые услуги становятся более персонализированными, а следовательно, более точно удовлетворяют спрос, создают большую полезность, более рентабельны, позволяют снижать контрактные риски. Кроме того, большие данные способствуют качественному скачку в преодолении проблемы асимметрии информации и позволяют рассчитывать на более безопасные решения в сфере кредитования. Поскольку качество кредитного портфеля на уровне стран коррелирует с теснотой связи финансов и роста (Demetriades, Rewilak, 2020; Krinichansky et al., 2022), можно предполагать, что цифровизация позволит восстановить и повысить положительный вклад финансового углубления в рост инвестиций и выпуска.

## Заключение

Финансовое развитие в прошлом меняло облик экономики и задавало тренды экономического развития. Современный финансовый сектор не утратил эту роль, действуя в последние годы рука об руку с технологическими гигантами и множеством некрупных финтех-игроков. Это закладывает основу фундаментальной модернизации финансового сектора и возможности преодолеть диспропорции, которые в 2000-е гг. стали ассоциироваться с понятием финансиализации, ослаблением связи финансового развития и экономического роста и другими структурными проблемами. Новейшие решения в секторе

---

<sup>13</sup> Поскольку стоимость хранения данных упала с 0,11 долл. за гигабайт в 2009 г. до 0,02 долл. в 2020 г., объем генерируемых во всем мире данных увеличился в геометрической прогрессии, достигнув в 2020 г. примерно 48 трлн Гб (Feuerverfer et al., 2021).

имеют значительный потенциал эффективности и обеспечивают — в том числе через сетевые эффекты и эффект масштаба — быстрое расширение доступа к финансовым продуктам и услугам большей части населения стран и субъектов малого и среднего предпринимательства, позволяя смягчать информационные проблемы, достигать лучшей надежности кредитов, более качественного портфельного управления и т. д. Вместе с тем нерешенными остаются проблемы совместимости финансового углубления и сохранения или даже усиления неравенства как на уровне стран, так и на уровне граждан. Перспективным направлением дальнейших исследований представляется изучение стратегий управления изменениями в институтах и архитектуре финансового сектора, происходящими в связи с проникновением новых технологий и цифровых решений, которые позволяют не только расширить финансовую доступность, но и способствовать сокращению неравенства, повышению производительности и темпов экономического роста.

### Список литературы / References

- Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. (2021). Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы, ориентиры развития // Вопросы экономики. № 11. С. 5–32. [Abramov A. E., Radygin A. D., Chernova M. I. (2021). Russian stock market: Trends, challenges and solutions. Academic view. *Voprosy Ekonomiki*, No. 11, pp. 5–32. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-11-5-32>
- Криничанский К. В. (2009). Функции рынка ценных бумаг и свойства его институционального механизма // Экономические науки. № 6. С. 58–62. [Krinichansky K. V. (2009). Functions of securities market and features of its institutional mechanism. *Economic Sciences*, No. 6, pp. 58–62. (In Russian).]
- Миркин Я. М. (2019). Глобальные финансы: будущее, вызовы роста. М.: Лингва-Ф. [Mirkin Y. M. (2019). *Global finance: The future, growth challenges*. Moscow, Lingva-F. (In Russian).]
- Ampudia M., Ehrmann M. (2017). Financial inclusion: What's it worth? *ECB Working Paper*, No. 1990. <https://doi.org/10.2866/979715>
- Ang J. (2009). Financial liberalization or repression? *MPRA Paper*, No. 14497, University Library of Munich.
- Arcand J. L., Berkes E., Panizza U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, Vol. 20, No. 2, pp. 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
- Barradas R. (2016). Evolution of the financial sector — three different stages: Repression, development and financialisation. In: O. Gomes, H. F. Martins (eds.). *Advances in applied business research: The L.A.B.S. Initiative*. New York: Nova Science Publishers, pp. 127–156.
- Beck T., Chen T., Lin C., Song F. (2016). Financial innovation: The bright and the dark sides. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 72, pp. 28–51. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.06.012>
- Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. (2000). A new database on the structure and development of the financial sector. *World Bank Economic Review*, Vol. 14, No. 3, pp. 597–605. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2146>
- Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. (2010). Financial institutions and markets across countries and over time. *World Bank Economic Review*, Vol. 24, No. 1, pp. 77–92. <https://doi.org/10.1093/wber/lhp016>
- Beck T., Feyen E., Ize A., Moizeszowicz F. (2008). Benchmarking financial development. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 4638. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-4638>

- Bekaert G., Harvey C. R., Lundblad C. T. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 1, pp. 3–55. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.007>
- Bodie Z. (2019). Robert C. Merton and the science of finance. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 1–20. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-011019-040506>
- Broaddus J. A. (1985). Financial innovation in the United States – background, current status and prospects. *Economic Review*, Vol. 71, No. 1, pp. 2–22.
- Bumann S., Hermes N., Lensink R. (2013). Financial liberalization and economic growth: A meta-analysis. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 33, pp. 255–281. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.11.013>
- Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. (2012). Benchmarking financial development around the world. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 6175. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-6175>
- Cournède B., Denk O., Hoeller P. (2015). Finance and inclusive growth. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 14. <https://doi.org/10.1787/5js06pbhf28s-en>
- Demetriades P. O., Rewilak J. M. (2020). Recovering the finance-growth nexus. *Economics Letters*, Vol. 196, article 109563. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2020.109563>
- Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. (1998). Financial liberalization and financial fragility. *IMF Working Paper*, No. 98/83. <https://doi.org/10.5089/9781451850512.001>
- Demirguc-Kunt A., Levine R. (2008). Finance, financial sector policies, and long-run growth. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 4469. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-4469>
- Ehigiamusoe K. U., Samsurijan M. S. (2021). What matters for finance-growth nexus? A critical survey of macroeconomic stability, institutions, financial and economic development. *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 26, No. 4, pp. 5302–5320. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2066>
- Elkhuizen L., Hermes N., Jacobs J., Meesters A. (2017). Financial development, financial liberalization and social capital. *Applied Economics*, Vol. 50, No. 11, pp. 1268–1288. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1358446>
- Feyen E., Frost J., Gambacorta L., Natarajan H., Saal M. (2021). Fintech and the digital transformation of financial services: Implications for market structure and public policy. *BIS Papers*, No. 117.
- Goel V., Mahajan D., Nadeau M.-C., Sperling O., Yeh S. (2021). *New trends in US consumer digital payments*. McKinsey & Company, October.
- Gould D.M., Melecky M. (2017). *Risks and returns: Managing financial trade-offs for inclusive growth in Europe and Central Asia*. Washington, DC: World Bank. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-0967-5>
- Guariglia A., Poncet S. (2008). Could financial distortions be no impediment to economic growth after all? Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 36, No. 4, pp. 633–657. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2007.12.003>
- King R.G., Levine R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717–737. <https://doi.org/10.2307/2118406>
- Krinichansky K. V., Lunyakov O. V., Makovetsky M. Y. (2022). Methodological approaches to measuring financial development. In: P. V. Trifonov, M. V. Charaeva (eds.). *Strategies and trends in organizational and project management*. Cham: Springer, pp. 552–557. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-94245-8\\_75](https://doi.org/10.1007/978-3-030-94245-8_75)
- Laeven L., Levine R., Michalopoulos S. (2015). Financial innovation and endogenous growth. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 24, No. 1, pp. 71–88. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2014.04.001>
- Levine R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In: P. Aghion, S. Durlauf (eds.). *Handbook of economic growth*, Vol. 1, Part A. Amsterdam, London: Elsevier, pp. 865–934. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)
- Mayer M. (2001). *The Fed: The inside story of how the world's most powerful financial institution drives the markets*. New York: The Free Press.

- McKinnon R. I. (1973). *Money and capital in economic development*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Omar M. A., Inaba K. (2020). Does financial inclusion reduce poverty and income inequality in developing countries? A panel data analysis. *Economic Structures*, Vol. 9, article 37. <https://doi.org/10.1186/s40008-020-00214-4>
- Rajan R. G., Zingales L. (2003). *Saving capitalism from the capitalists: Unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*. New York: Crown Business.
- Shaw E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press.
- Stiglitz J. E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, Vol. 28, No. 6, pp. 1075–1086. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1)
- Svirydzhenka K. (2016). Introducing a new broad-based index of financial development. *IMF Working Paper*, No. 16/5. <https://doi.org/10.5089/9781513583709.001>
- Valickova P., Havranek T., Horvath R. (2015). Financial development and economic growth: A meta-analysis. *Journal of Economic Surveys*, Vol. 29, No. 3, pp. 506–526. <https://doi.org/10.1111/joes.12068>
- Véron N., Wolff G. B. (2016). Capital markets union: A vision for the long term. *Journal of Financial Regulation*, Vol. 2, No. 1, pp. 130–153. <https://doi.org/10.1093/jfr/fjw006>

---

## **Financial development: The concept and prospects**

Konstantin V. Krinichansky\*, Natalya E. Annenskaya

*Authors affiliation:* Financial University under the Government of the Russian Federation (Moscow, Russia). \*Corresponding author, email: kkrin@ya.ru

A significant and ever-growing body of papers revealing various aspects of financial development lead to polysemy regarding this concept. Fundamentally financial development is defined in this study as such alterations which help to reduce explicit and implicit costs related to the work of the financial system and providing its functions. Practically it is characterized by various configurations and scenarios depending on the place and time. Historically, we can see the transition from financial repression to financial liberalization, but the assessment of the consequences of financial liberalization remains ambiguous. Moreover, there are concerns that financialization, as a phenomenon of outpacing growth in the financial sector liabilities compared to the economy as a whole, will restrain incentives for financial development. However, financial innovation as another objectification of financial development can overcome the confines imposed by financialization. Financial innovations contribute more to increasing the financial inclusion and financial systems efficiency and to a lesser extent to financial deepening. In contemporary world financial development trends, driven by digitalization, lay the basis of the financial sector's fundamental modernization. They will make it possible to overcome the imbalances that were previously associated with the concept of financialization, the weakening of the link between financial development and economic growth, and other structural issues.

*Keywords:* financial system, financial development, financialization, financial innovations, digitalization.

*JEL:* G18, G28, O11, O16, O31.