

УДК 338.12

## ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

**ИГОНИНА ЛЮДМИЛА ЛАЗАРЕВНА,**

*доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой «Экономика и финансы»*

*Краснодарского филиала Финансового университета, Краснодар, Россия*

**E-mail:** *LLIgonina@fa.ru*

### АННОТАЦИЯ

Реализация современных задач экономического развития России в условиях усиления финансовых ограничений определяет необходимость формирования финансовой системы, призванной создать необходимые предпосылки для устойчивой экономической динамики, что актуализирует научную разработку проблемы влияния уровня финансового развития на экономический рост. В статье обобщены результаты теоретических и эмпирических исследований роли финансового сектора в экономике. Показано, что в силу коэволюции финансов и экономики финансовый сектор может быть как фактором экономического роста, так и источником экономической нестабильности. Обоснован комплексный подход к исследованию категориальной определенности финансового развития, включающий выделение его качественных и количественных характеристик. Проведен анализ финансового развития в российской экономике с использованием группы индикаторов, построенных на основе системы параметрических оценок финансового развития экспертов Всемирного банка и учитывающих структурно-функциональные особенности отечественной финансовой системы.

Полученные выводы позволили выделить наиболее существенные финансовые детерминанты экономического роста и обосновать ключевые направления политики развития отечественного финансового сектора.

**Ключевые слова:** финансовое развитие; экономический рост; финансовый сектор; финансовая система; финансовые институты и рынки.

## FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH

**LYUDMILA L. IGONINA,**

*ScD (Economics), Professor, Head of the Chair "Economy and Finance", Krasnodar branch of Financial University,*

*Krasnodar, Russia*

**E-mail:** *LLIgonina@fa.ru*

### ABSTRACT

Modern development challenges of economic development of Russia in the face of increasing financial constraints determines the need to for the formation of the financial system, designed to create the necessary conditions for sustainable economic dynamics that are updated by the scientific development issues influence the level of financial development on economic growth. The paper generalizes the results of theoretical and empirical research on the financial sector role in the economy. We have shown that due to the co-evolution of finance and economy the financial sector could be both a factor of economic growth, and a source of economic instability. The paper proves a comprehensive approach to the study of financial development, including the allocation of its qualitative and quantitative characteristics. We have analyzed the financial development in Russian economy with the group of indicators that are based on a system of parametric estimates of the World Bank experts and take into account the structural and functional features of the domestic financial system.

The results allowed to identify the most significant financial determinants of economic growth and justify the key policy areas of the domestic financial sector.

**Keywords:** financial development; economic growth; the financial sector; the financial system; financial institutions and markets.

**П**роблема роли финансового сектора в общественном хозяйстве всегда занимала одно из центральных мест в экономических исследованиях. В последние десятилетия интерес к изучению влияния уровня финансового развития на реальную экономику существенно возрос, что обусловлено масштабными финансово-экономическими потрясениями, обострившими потребность в переосмыслении места и значения финансов в современном мире. В России актуальность данной проблемы связана, кроме того, со спецификой становления финансового сектора в условиях развития рыночных отношений, выражающейся в его относительном обособлении от реального сектора, а в новой ситуации — еще и с учетом активизации таких факторов, как усиление геополитической напряженности и уменьшение доступности долгосрочных финансовых ресурсов на западных рынках.

В экономической литературе существуют значительные расхождения в оценке влияния финансов на экономический рост. Р. Левин в своей работе, содержащей обзор теоретических и эмпирических разработок по данному вопросу [1], отмечает, что финансы даже не упоминаются в сборнике эссе по проблемам пионерных факторов развития экономики; лауреат Нобелевской премии Р. Лукас исключает финансы из ключевых детерминант экономического роста [2, с. 6]. С этих позиций финансы не вызывают экономический рост, а просто реагируют на изменение требований реального сектора.

Полярная точка зрения представлена в исследовании лауреата Нобелевской премии М. Миллера, утверждающего, что финансовые рынки способствуют экономическому росту [3, с. 14]. Более сдержанные выводы делают У. Бейджот, Й. Шумпетер, Дж. Герли и Е. Шоу, Р. Голдсмит и Р. Маккиннон, которые отстаивают идею о том, что игнорирование связи финансов и экономического роста существенно ограничивает понимание последнего. Такая специфика взглядов, по нашему мнению, прежде всего обусловлена различием исходных концептуальных конструкций, а также эволюцией финансов в ходе общественного развития, связанной с процессом перехода от

простых к более сложным формам, конкретно-исторической и страновой спецификой последних и отражением исторических этапов эволюции финансового сектора как объекта исследования в соответствии с логикой научного познания.

Господствующая на ранних стадиях становления финансовых институтов ортодоксальная позиция, согласно которой их деятельность сводилась исключительно к функции обеспечения хозяйственного оборота деньгами, по мере дальнейшего развития подверглась переосмыслению. В рамках неоклассической платформы экономической науки роль финансового сектора в общественном хозяйстве стала связываться с эффективным распределением ресурсов на основе преодоления неопределенности результата инвестирования и снижения риска вложений. Основоположник эволюционной теории Й. Шумпетер рассматривал эту роль через призму концепции развития, методологически разграничивая участие финансовых институтов в «хозяйственном кругообороте», предполагающем денежное опосредование рутинных хозяйственных процессов, и «процессе развития», требующем активизации рыночного финансирования инвестиций [4, с. 230].

Логика обоснования роли финансов в хозяйственной системе Дж. М. Кейнса основывалась на обращении к триаде фундаментальных психологических факторов («психологической склонности к потреблению, психологического предположения о будущем доходе от капитальных активов и психологического восприятия ликвидности» [5, с. 228], с помощью первого доказывалась ключевая роль инвестиций при формировании агрегированного выпуска, а последних двух — зависимость динамики инвестиций от функционирования финансового рынка. Его последователи, представители теории финансового кейнсианства (Х. Мински, Л. Рэй, Ч. Уолен и др.) сосредоточили свое внимание на исследовании финансовых аспектов аккумуляции производственного капитала в рыночной экономике.

Новая институциональная теория связала роль финансового сектора в экономическом развитии прежде всего со способностью

финансовых институтов концентрировать и транслировать информацию, уменьшать информационную асимметрию, обеспечивать исполнение контрактов и вследствие этого минимизировать трансакционные издержки. Финансовые системы, возникающие для нивелирования рыночных трений, естественно, влияют на распределение ресурсов во времени и пространстве, что, в свою очередь, воздействует на экономический рост [6, с. 12].

Широкое распространение, начиная с 90-х гг. XX века, получили эмпирические исследования влияния финансового сектора на экономический рост, включающие разработки на микроэкономическом, отраслевом, секторальном, макроэкономическом, межстрановом и межвременном уровнях. Механизмы воздействия финансового развития на экономический рост исследовались путем выделения таких каналов, как инвестиции, накопление человеческого капитала и общая производительность. Результаты полученных оценок оказались весьма неоднозначными и имели существенный разброс. Вместе с тем исследования продемонстрировали значимую положительную связь между функционированием финансового сектора и долгосрочным экономическим ростом, а также позволили выявить факторы финансового развития и каналы, посредством которых финансовый сектор воздействует на экономический рост. В целом данные показали, что:

- уровень финансового развития определяется действием различных детерминант, одни исследовательские программы рассматривают в их качестве правовые системы и макроэкономическую политику, воздействующие на формирование операций финансового сектора, другие концентрируются на политическом, культурном и географическом контексте;

- финансы оказывают более важное влияние на экономический рост через содействие повышению производительности труда и распределение ресурсов, чем через накопление капитала; вместе с тем канал первоначального накопления капитала в основном присутствует в развивающемся мире, в то время как канал производительности наиболее важен для промышленно развитых стран;

- развитие финансового сектора способствует уменьшению ограничений ликвидности и росту долгосрочных инвестиций компаний, что, в конечном счете, снижает волатильность инвестиций и стабилизирует процессы экономического роста, стимулирует инновационную деятельность фирм, формирование более эффективной структуры портфеля активов и выбор рациональных организационных форм с потенциальными последствиями для совокупного экономического роста;

- финансовое развитие оказывает непропорционально положительное влияние на секторы с избытком и недостатком финансовых ресурсов, наличием сильных и слабых будущих возможностей, доминированием малых или больших предприятий;

- страны с более развитым финансовым сектором характеризуются более быстрыми темпами экономического роста, при этом тип финансовой системы (с преимущественным развитием банков или капитальных рынков) не столь важен.

Результаты многих исследований продемонстрировали, что финансовый сектор, оказывая посредничество в аккумуляции сбережений общества и размещении их для наилучшего использования, имеет критически важное значение для роста экономики. Кроме того, моделирование динамического взаимодействия эволюции финансовой системы с экономическим ростом привело к пониманию того обстоятельства, что не только финансы следуют за производством, но и производство следует за финансами, т.е. имеет место коэволюция финансов и экономического роста [1].

Коэволюция, т.е. взаимодействие систем, приводит к трансформации развития каждой из них. В силу этих обстоятельств финансовый сектор может быть как фактором экономического роста, так и источником экономической нестабильности. Значимость этого тезиса обусловлена тем, что признание коэволюции финансов и экономического роста способно оказать воздействие на формирование соответствующего вектора политики в области развития финансового сектора, а также на направления дальнейших научных исследований в области выявления

нормативно-правовых и политических детерминант финансового развития.

В этом плане следует особо остановиться на тех недавних исследованиях финансового сектора, которые были более сосредоточены на его размерах [7, 8], а не посреднической функции. В частности, Р. Гринвуд и Д. Шарфштейн показали, что доля финансового сектора в валовом внутреннем продукте США в период с 1980 по 2006 г. возросла с 4,9 до 8,3%, т.е. в 1,7 раза. Основными факторами этого увеличения явились расширение кредитования и рост средств на управление активами, связанный с экспоненциальным ростом доходов финансового сектора. В ряде работ отмечалось, что финансовый сектор оказывает позитивное воздействие на экономический рост на ранних стадиях развития, но с определенного момента это воздействие становится отрицательным, так как он начинает конкурировать с другими секторами за ограниченные ресурсы, прежде всего квалифицированных работников, и извлекает чрезмерно высокую ренту благодаря низкой эффективности нерыночных механизмов.

Подробные объяснения подобной нелинейности отношения финансов и экономического роста даны в экономической литературе. Дополним, что сам по себе показатель доли финансового сектора в валовом внутреннем продукте (ВВП) является недостаточно информативным. Так, в России финансовый сектор к настоящему времени занимает долю в 5% ВВП (2005 г. — 3,2%, 2010 г. — 3,8%, 2013 г. — 4,2%), т.е. достиг примерно тех же масштабов, как и в Европейском Союзе (ЕС), где средний показатель по 17 странам составляет 5,1% ВВП. Между тем на этом основании вряд ли можно сделать вывод о его роли в экономике страны.

В данной связи возникает необходимость более полного осмысления понятия финансового развития. Указанный вопрос связан, на наш взгляд, с анализом как качественных, так и количественных характеристик финансового развития. Анализ качественных характеристик предполагает прежде всего обращение к функциям финансовой системы, а также способности финансовой системы к реализации этих функций. Финансовое развитие имеет

место, когда финансовые инструменты, рынки и посредники уменьшают, хотя и необязательно устраняют, асимметрию информации, операционные и трансакционные издержки и соответственно обеспечивают улучшение реализации функций финансовой системы [1].

Известно, что в экономической литературе имеются различные представления о функциях финансовой системы. Р. Левин выделяет пять ключевых функций финансовой системы: предоставление экономическим агентам информации о возможных инвестициях, мониторинг инвестиций и реализация корпоративного управления, управление рисками, мобилизация и аккумуляция накоплений, снижение издержек обращения (облегчение обмена товарами и услугами). Каждая из данных функций, по его мнению, может влиять на сбережения и инвестиционные решения и, следовательно, на экономический рост [1]. Р. Мертон и З. Боди считают, что финансовой системе присущи такие функции, как платежно-расчетная, объединение ресурсов и выделение долей в компании, временное, межотраслевое и межстрановое перераспределение экономических ресурсов, управление риском, предоставление информации о ценах, преодоление или смягчение проблем, связанных с информационной асимметрией. При этом финансовая система не выполняет данные функции, если не справляется с главной из них — временным, межотраслевым и межстрановым перераспределением экономических ресурсов, ориентированным на их оптимальное использование [6]. Таким образом, финансовое развитие предполагает совершенствование реализации ключевых функций финансовой системы в должном качестве и нужном объеме.

В количественном аспекте финансовое развитие характеризуется различными показателями. В частности, для оценки финансового развития можно использовать комплекс параметров, предложенный экспертами Мирового банка, который включает группы индикаторов: финансовой глубины (размера финансовых институтов и рынков); финансовой инклюзивности (степени доступности финансовых услуг для экономических агентов); устойчивости финансовых институтов и рынков; эффективности

финансовых институтов, финансовых рынков и операций. Методика расчета этих индикаторов различается в зависимости от целей исследования и используемого массива данных, что обеспечивает достаточную адаптивность методического инструментария при общей концептуальной основе. Представим с помощью указанного подхода общую картину финансового развития в России.

Оценим прежде всего показатели финансовой глубины. Под финансовой глубиной экономики понимается ее пронизанность финансовыми отношениями, насыщенность деньгами, финансовыми инструментами и институтами. Соответственно индикаторами финансовой глубины являются показатели, отражающие уровень монетизации экономики, удельный вес сегмента или института финансового рынка относительно ВВП либо другого финансового индикатора. Уровень монетизации экономики определяется, как правило, как отношение денежного агрегата М2 к ВВП. Глубина развития финансовых рынков может характеризоваться такими показателями, как отношение финансовых активов (активы банков, капитализация акций, долговые ценные бумаги в обращении) к ВВП или как сумма внутреннего кредита и объема рынка ценных бумаг в процентном отношении к ВВП.

Расчет уровня монетизации в России показывает, что насыщенность экономики деньгами (финансовыми инструментами, финансовыми активами) растет, но остается ниже 60%, в то время как в странах развитой экономики этот показатель существенно выше. Финансовые активы России в 2013 г. составили 150% ВВП (в Китае — 347%, США — 448%). В 2000–2007 гг. показатель глубины развития финансовых рынков в отечественной экономике быстро рос (прежде всего за счет роста спекулятивной капитализации фондового рынка), в 2008 г. резко понизился, затем, после короткого периода восстановления, начиная с 2010 г., опять стал снижаться. В 2014 г. капитализация российского рынка акций сократилась с 766 до 448 млрд долл., фондовый индекс РТС снизился более чем на 45 п. п. (с 1400 до 791). Между тем объем совокупных активов российских банков достиг в 2014 г.

76,7 трлн руб., что составило 108% ВВП против 85% ВВП в 2013 г. Таким образом, положительная динамика банковских активов смягчила снижение фондовой составляющей показателя финансовой глубины.

Институциональный состав финансового сектора российской экономики на начало 2015 г. был представлен 834 действующими кредитными организациями, 416 страховыми организациями, 1534 паевыми инвестиционными фондами, 120 негосударственными пенсионными фондами. Структура активов институтов отечественного финансового сектора всегда характеризовалась доминированием банков над небанковскими финансовыми институтами [6]; в последние годы в условиях высокой волатильности фондовых рынков происходит дальнейшее усиление их позиций (рис. 1).

Оценки финансовой инклюзивности связаны с определением степени доступности финансовых услуг для экономических агентов. Как правило, они основываются на опросах и из-за различий в методологии проведения дают неоднозначные результаты. Более устойчивые данные могут быть получены, по нашему мнению, на основе официальной статистики. Так, рассматривая эту проблему применительно к российским предприятиям, можно оценить степень доступности финансовых услуг для них прежде всего с позиций возможностей фондирования деятельности путем сопоставления данных о рентабельности активов предприятий и процентных ставок по кредитам. Анализ показывает, что ставка процента по кредитам для корпоративного сектора в 2010–2012 гг. колебалась от 9 до 24% годовых: для самых надежных заемщиков — 9%, средних компаний — 14–16%, мелких — 19–24%, что выше инфляции соответственно на 2,5; 7,5–9,5; 12,5–17,5 п. п.; в то же время рентабельность активов по экономике в целом снизилась с 10,4% в 2007 г. до 6,1% в 2012 г. В кризисных условиях разрыв между средней стоимостью кредитных ресурсов и уровнем рентабельности возрос с 1,5–2 до 2,5–3 раз. Сокращение доступности кредита привело не только к падению производства и инвестиций, но и цепочке дефолтов предприятий, сталкивающихся с невозможностью рефи-

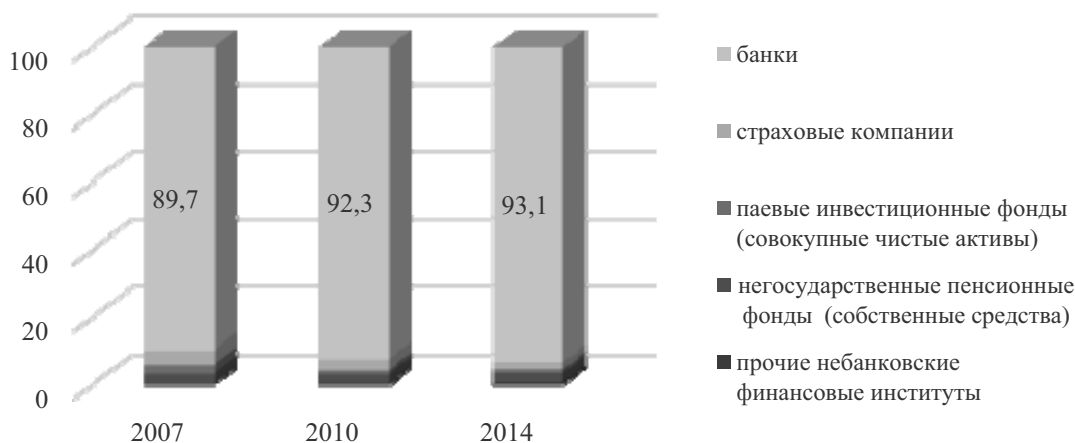


Рис. 1. Структура активов российских финансовых институтов, %

Источник: данные Банка России. URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 14.06.2015).

нансирования своих обязательств. За I квартал 2015 г., по данным Единого федерального реестра, количество компаний-банкротов выросло на 22% — до 3765.

Доступ российских предприятий к ресурсам фондового рынка имеет ряд еще более значительных ограничений. Первичный рынок, по данным НАУФОР, остается фактически закрытым, поскольку российские эмитенты основную часть финансирования привлекают за рубежом. В 2011 г. было проведено 11 IPO, из них 10 за рубежом, в 2012 г. — 7 (6 за рубежом), в 2013 г. — 7 (3 за рубежом) и в 2014 г. — 1 (за рубежом). Неблагоприятная конъюнктура привела к значительному росту волатильности котировок и доходности российских корпоративных ценных бумаг. Дивидендная доходность акций в России более чем в 2 раза превысила аналогичный показатель США и почти в 4 раза — Китая (табл. 1).

Низкая степень доступности ресурсов фондового рынка обусловлена также чрезмерной концентрацией собственности в акционерных капиталах и незначительной долей акционерных капиталов, находящихся в свободном обращении (коэффициент *free float*, по оценкам, составляет 20–30%). Важным следствием такой ситуации является ослабление мотивации предприятий к реальному инвестированию и снижение предпочтения к альтернативным вложениям средств. Объемы финансовых вложений средних и крупных предприятий

существенно превышают объемы инвестиций в основной капитал (в 2012 г. — в 5,3 раза, в 2013 г. — в 5,4, а в 2014 г. — в 5,8 раза). Степень доступности финансовых услуг для населения России оценивается как недостаточная в силу различных причин. Согласно мнению экспертов Агентства по страхованию вкладов, около 40% жителей страны не имеют банковского вклада или счета в банке, поскольку их доходы направляются только на финансирование текущего потребления (см. Российская газета. URL: <http://www.rg.ru/2012/03/12/banki.html>; дата обращения: 14.06.2015).

По результатам анализа Центра социологических исследований Российской академии народного хозяйства и государственной службы при президенте РФ «Евробарометр в России» большая часть населения предпочитают хранить деньги в наличной форме, прежде всего в силу недоверия к официальным финансовым институтам (две трети опрошенных); по сравнению со странами Западной Европы финансовая активность населения России ниже в 1,5–2 раза (см. Евробарометр в России: Неучастие и недоверие // Ведомости. 10.06.2013. URL: <http://www.banki.ru/news/bankpress/?id=5010354>; дата обращения: 14.06.2015).

Преобладающей формой организованных сбережений населения России остаются банковские вклады (более 90% от общей суммы сбережений населения во вкладах и ценных бумагах). По данным НАУФОР, в 2013 г. количество

Таблица 1

## Дивидендная доходность акций в ряде стран мира

Год	Англия	Германия	США	Франция	Китай	Бразилия	Россия
2000	2,26	2,03	1,66	1,05	0,26	1,92	3,08
2005	3,01	2,14	2,31	2,23	2,93	4,09	1,92
2006	3,13	2,23	2,15	2,48	1,39	3,08	1,26
2007	3,36	2,43	2,26	2,95	0,54	2,32	1,30
2008	5,38	5,23	3,60	5,40	2,15	4,69	6,14
2009	3,47	3,50	2,64	3,49	1,12	2,63	1,56
2010	3,17	2,74	2,48	3,96	1,18	3,45	1,81
2011	3,93	4,11	2,60	4,90	1,72	4,08	2,79
2012	3,95	3,39	2,65	3,87	2,04	4,23	4,52
2013	3,64	2,83	2,08	3,14	2,41	4,01	3,78
2014	4,65	2,74	2,18	3,31	1,62	4,68	5,38

Источник: Bloomberg. URL: <http://www.bloomberg.com> (дата обращения: 14.06.2015).

индивидуальных инвесторов в акции составило 0,9 млн человек, или 0,6% населения (для сравнения: в Великобритании — 21,6% населения, Германии — 5,7, Китае — 9,9%), количество инвесторов, выбравших инвестиции при посредничестве паевых фондов, — 0,3 млн человек (0,2% населения) (см. Российский фондовый рынок 2013. События и факты. Обзор. Национальная ассоциация участников фондового рынка. URL: <http://www.naufog.ru>; дата обращения: 14.06.2015).

Рассмотренные тенденции обуславливают высокие риски, снижающие устойчивость финансового сектора. Российский финансовый сектор остается уязвимым и по отношению к внешним шокам: изменению темпов роста мировой экономики, ценовой конъюнктуры на рынках топливно-энергетических ресурсов, ликвидности мировых финансовых рынков, притокам и оттокам иностранных капиталов, финансовым инфекциям.

Степень эффективности финансовых институтов и рынков как медиаторов инвестиционного капитала может быть оценена, в частности, таким индикатором, как доля ресурсов финансового сектора в общем объеме источников финансирования инвестиций в основной капитал. Анализ данного индикатора

свидетельствует о том, что в последние годы доля кредитов банков в совокупном объеме источников финансирования инвестиций в основной капитал составляет 8–10%, а вот доля ресурсов институтов фондового рынка является незначительной (табл. 2).

Данные табл. 2 отчетливо демонстрируют, что процесс концентрации финансового капитала в банковской сфере не привел к повышению их роли в финансово-инвестиционном обеспечении реального сектора экономики. Согласно Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г., где банковской системе отведено ключевое место в финансировании хозяйственной динамики, доля банков в источниках финансирования инвестиций в основной капитал к 2020 г. должна достичь 20–25%. Решение этой задачи представляется достаточно сложным, поскольку, несмотря на рост номинальных масштабов банковского кредитования, сумма предоставленных предприятиям кредитов в реальном выражении не превышает уровень 2008 г., а их доля в общем объеме выданных банками кредитов имеет тенденцию к снижению.

Участие банков в финансировании инвестиций в основной капитал выражается прежде

**Ресурсы финансового сектора в совокупном объеме источников финансирования инвестиций в основной капитал, %**

Источник финансирования	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Кредиты банков	2,9	8,3	9,5	10,4	11,8	10,3	9,0	8,6	8,4	10,0	9,3
Средства от эмиссии акций	0,5	3,1	2,3	1,8	0,8	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
Средства от выпуска корпоративных облигаций	0,0	0,3	0,04	0,1	0,1	0,1	0,01	0,00	0,04	0,02	0,1
Итого	3,4	11,7	11,84	12,3	12,7	11,4	10,11	9,6	9,44	11,02	10,3

Источник: данные Федеральной службы государственной статистики РФ. URL: <http://www.gks.ru>

всего в инвестиционном кредитовании. По расчетам [9, с. 6], показатели доли инвестиционных кредитов в общем объеме банковских кредитов организациям и в общем объеме банковских кредитов, предоставленных организациям на срок более 1 года, имели тенденцию к стабильному снижению, в целом за период с 2008 по 2014 г. они сократились соответственно в 1,5 и 2 раза (рис. 2). Налицо сокращение вклада российских банков в прирост инвестиций в основной капитал, в то время как острота проблем достижения устойчивых темпов роста отечественной экономики требует его существенного повышения.

Рассмотренные индикаторы не могут непосредственно измерить степень реализации функций финансовой системы, что определяет вектор их дальнейшего развития. Вместе

с тем проведенный анализ все же позволяет сделать вывод о том, что отечественный финансовый сектор отличается низким уровнем глубины, недостаточной степенью доступности финансовых услуг для экономических агентов, устойчивостью и эффективностью финансовых институтов и рынков. В кризисный период эти структурно-функциональные характеристики существенно ухудшились. Финансовая система не выполняет в полной мере свои функции по перераспределению имеющихся ресурсов с целью их оптимального использования, что не способствует развитию национальной экономики.

Формирование финансового сектора, ориентированного на достижение устойчивого экономического роста, требует торможения различных форм дестабилизации финансовой

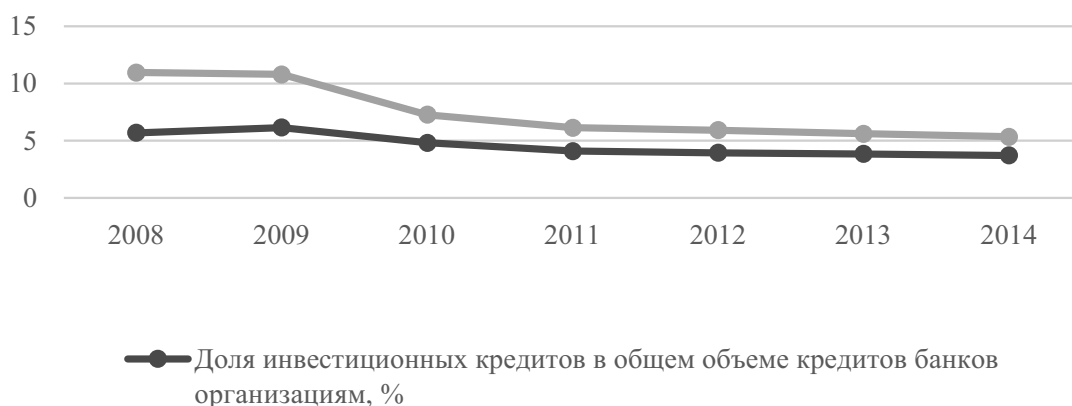


Рис. 2. Доля инвестиционных кредитов в общем объеме банковских кредитов, предоставленных организациям на срок более 1 года



сферы, существенного изменения финансовых пропорций и перераспределения финансовых потоков. В свою очередь, реализация этих задач возможна лишь на основе создания новой модели экономического развития, конкурентоспособность которой прежде всего определяется потенциалом не связанных с топливно-сырьевыми ресурсами внутренних источников финансирования, которые должны быть доступными для инвесторов.

Реконструкция российского финансового сектора не должна сводиться к осуществлению паллиативных мер, связанных с необходимостью решения острых задач кризисного периода. Необходима разработка целеориентированной программы, охватывающей в стратегическом контексте комплекс взаимосвязанных направлений, обеспечивающих кардинальное изменение сложившейся ситуации:

- повышение уровня финансового развития и финансовой глубины экономики, способствующее росту конкурентоспособности финансовой системы до уровня, сопоставимого с финансовыми системами развитых стран;
- переход к новым инструментам денежно-кредитного регулирования, обеспечивающим спрос экономики на деньги, базирующимся на пополнении ликвидности за счет рефинансирования банков ЦБ РФ. Выбор денежно-кредитных инструментов должен исходить из тенденций и требований экономического развития, при учете взаимосвязи денежно-кредитной политики с процессом воспроизводства. При этом денежно-кредитная политика должна быть направлена на гарантированное обеспечение экономического роста при темпах инфляции, не блокирующих инвестиционную активность. Критериями эффективности денежно-кредитных инструментов служат степень обеспеченности экономических субъектов деньгами, уровень транзакционных издержек получения кредитов, издержек функционирования банковской системы и фондового рынка, наиболее полное использование национальных сбережений на нужды экономики;
- разработка и запуск механизмов, гарантирующих ориентацию денежных потоков на поддержку производства. Такие механизмы связаны прежде всего с повышением эффек-

тивности государственных институтов развития, осуществляющих путем долевого софинансирования поддержку приоритетных инвестиционных и инновационных проектов, а также крупных инфраструктурных проектов, способствующих преодолению инфраструктурных ограничений для роста экономики, рациональному использованию природных ресурсов и развитию высоких технологий;

- понижение ключевой ставки до уровня, сопоставимого с темпом прироста инфляции, и переход от усредненного регулирования уровня ставок к дифференцированному, предполагающему более высокие ставки по краткосрочным инструментам при обеспечении доступности кредита для финансирования текущих расходов и более низкие ставки по долгосрочным инструментам, что повысит доступность кредита для инвестиций;
- стимулирование сбережений населения, введение новых форм и видов вкладов, развитие рынка депозитных сертификатов и иных мер, направленных на удлинение пассивной базы банков, размещение на счетах банков средств пенсионных накоплений по льготным ставкам, но с определенными условиями по их целевому использованию; повышение финансовой грамотности населения; адаптация финансовых инструментов, условий их выпуска и обращения к инвестиционным предпочтениям граждан;
- повышение доступности финансовых услуг, создание правовых, инфраструктурных и административных условий для организации на всей территории страны сети финансовых институтов, обеспечивающих однородность и равнодоступность финансового пространства, формирование и диверсификацию сети банковского обслуживания путем снятия территориальных ограничений на открытие операционных офисов; стимулирование развития фондовых центров и специализированных широко разветвленных сетей размещения ценных бумаг; становление агентской модели продажи финансовых услуг; законодательное закрепление и развитие технологий электронных и мобильных платежей, дистанционного финансового обслуживания; нормативно-правовое признание и внедрение новых платежных инструментов, в том числе электронных денег;

- повышение доступности и устойчивости финансового рынка, рост количества эмитентов и инвесторов, развитие банковского кредитования инвестиционных и инновационных проектов, существенное увеличение активов небанковских финансовых институтов, рост уровня покрытия страхованием рисков в экономике с текущих 10–15 до 50–60%;

- реструктуризация и укрепление финансовой системы, совершенствование ее регулирования, контроль системных рисков. В основе современных стратегий развития национальной финансовой системы с учетом общих тенденций ее развития, возможностей и угроз должны быть определены соразмерность масштабам экономики и способность обеспечить стране экономический суверенитет и конкурентоспособность на международной арене; эффективность, вы-

ражающаяся в трансформации внутренних сбережений в инвестиции с наименьшими транзакционными издержками; содействие переходу к инновационному типу воспроизводства путем создания механизма финансового обеспечения инновационных приоритетов; формирование финансовой базы для экспансии российского бизнеса на внешние рынки и проведения государственной политики по укреплению финансового суверенитета; преодоление функциональных, структурных и территориальных разрывов финансового развития. Развитие финансового сектора должно рассматриваться только в контексте его роли в экономике и развитии страны.

Комбинирование всех указанных направлений будет способствовать финансовому развитию, обеспечивающему устойчивый рост национальной экономики.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. *Levine R.* Finance and growth: theory and evidence. Working Paper, 2004, no 10766. URL: <http://www.nber.org/papers/w10766> (Accessed 5 June 2015).
2. *Lucas R. E.* On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 1988, no 22, pp. 3–42.
3. *Miller M. H.* Financial Markets and Economic Growth. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1998, no 11, pp. 8–14.
4. *Шумпетер Й.* Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1982. 455 с. / *Schumpeter J.* The Theory of Economic Development [Teorija jekonomicheskogo razvitija]. Moscow, Progress, 1982, 455 p. (in Russian).
5. *Кейнс Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег. М.: Гелиос АРВ, 2002. 352 с. / *Keynes J.* General Theory of Employment, Interest and Money [Obshhaja teorija zanjatosti, procenta i deneg]. Moscow, Helios ART, 2002, 352 p. (in Russian).
6. *Merton R. C., Bodie Z.* A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Eds: D. B. Crane, et al., Boston, MA: Harvard Business School Press, 1995, pp. 3–31.
7. *Greenwood R., Scharfstein D.* The Growth of Modern Finance. Harvard Business School and NBER, 2012, July. URL: [http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/growth\\_of\\_modern\\_finance.pdf](http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/growth_of_modern_finance.pdf) (Accessed 1 June 2015).
8. *Haldan A., Brennan S., Madouros V.* The contribution of the financial sector — miracle or mirage? *The Future of Finance: The LSE Report*. URL: <https://harr123et.files.wordpress.com/2010/07/futureoffinance-chapter21.pdf> (Accessed 1 June 2015).
9. *Игонина Л. Л.* Банки и инвестиционный процесс // *Финансы и кредит*. 2008. № 27. С. 2–9 / *Igonina L. L.* Banks and investment process [Banki i investicionnyj process]. *Finances and Credit — Finansy i kredit*, 2008, no 27, pp. 2–9 (in Russian).
10. *Игонина Л. Л.* Российские финансовые институты: особенности функционирования и тенденции развития в современных условиях // *Финансовая аналитика: Проблемы и решения*. 2011. № 4. С. 2–9 / *Igonina L. L.* Russian financial institutions: features of functioning and development trends in modern conditions [Rossijskie finansovye instituty: osobennosti funkcionirovanija i tendencii razvitija v sovremennyh uslovijah]. *Financial analytics: problems and solutions — Finansovaja analitika: Problemy i reshenija*, 2011, no 4, pp. 2–9 (in Russian).