

DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-5-6-21

УДК 336.76(045)

JEL G18, O16

## Регулирование финансового сектора в повестке реформ экономической политики

К.В. Криничанский<sup>а</sup>, Б.Б. Рубцов<sup>б</sup><sup>а, б</sup> Финансовый университет, Москва, Россия;<sup>б</sup> Институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова РАН, Москва, Россия

### АННОТАЦИЯ

**Целью** исследования является выявление трендов, задающих повестку структурных реформ стран ОЭСР, а также стран – партнеров данной организации в контексте места в ней реформ финансового сектора. Использованы следующие **методы**: контент-анализ источников, мониторинг направлений и инструментов экономической политики в сфере финансового сектора, анализ подходов, используемых международными организациями в целях определения приоритетов реформ (бенчмаркинг), декомпозиция компонентов повестки реформ финансового сектора. Показано, что повестка финансовой либерализации, сформулированная в 1970-х гг., главным образом исчерпана, хотя по индексу финансовой либерализации сохраняется некоторый разрыв между странами с развитыми и развивающимися рынками. Реформы системы финансового регулирования, сконцентрированные на задаче построения более устойчивой глобальной финансовой системы, сформулированные после кризиса 2007–2009 гг., затрагивают все страны и также подходят к своему завершению. На первый план в настоящее время выходят реформы, концентрирующиеся на таких направлениях повестки структурных преобразований, как инклюзивный рост и экологическая перспектива. Сделан **вывод**, что главными компонентами финансовых реформ в контексте инклюзивности являются финансовая доступность, финансовая и цифровая грамотность. В части экологической повестки страны концентрируются на задачах направления финансовых ресурсов на реализацию целей устойчивого развития ООН, внедрения принципов ESG инвестирования для финансовых институтов, разработке и внедрении принципов выпуска «зеленых» финансовых инструментов.

**Ключевые слова**: финансовое регулирование; финансовый рынок; финансовые институты; финансовый сектор; структурные реформы; экономический рост; ESG; «зеленые» финансы; финансовая стабильность; международные организации; ОЭСР

**Для цитирования**: Криничанский К.В., Рубцов Б.Б. Регулирование финансового сектора в повестке реформ экономической политики. *Финансы: теория и практика*. 2022;26(5):6-21. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-26-5-6-21

## Financial Sector Regulation on the Agenda of Economic Policy Reforms

K.V. Krinichansky<sup>а</sup>, B.B. Rubtsov<sup>б</sup><sup>а, б</sup> Financial University, Moscow, Russia;<sup>б</sup> Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Moscow, Russia

### ABSTRACT

**The aim** of the research is to identify trends that set the agenda of the structural reforms of OECD countries, as well as of the organization's partner countries, in the context of the place of financial sector reforms in it. The authors apply the following **methods**: content-analysis of sources, monitoring of directions and instruments of economic policy in the financial sector, analysis of approaches used by international organizations in order to determine reform priorities (benchmarking), and decomposition of the components of the financial sector reform agenda. The paper shows that the agenda of financial liberalization, formulated in the 1970s, is mostly exhausted, although a certain gap remains between countries with developed and emerging markets in terms of the financial liberalization index. Financial regulatory reforms focused on the goal of building a more resilient global financial system, formulated in the aftermath of the 2007–2009 crisis, are affecting all countries and are also ending. Reforms are now coming to the fore, focusing on areas of the structural transformation agenda such as inclusive growth and an environmental perspective. The paper **concludes** that the main components of financial reforms in an inclusive context are financial

inclusion, financial and digital literacy. In terms of the environmental agenda, the countries are focusing on the tasks of directing financial resources to the implementation of the UN sustainable development goals, introducing ESG investment principles for financial institutions, and developing and implementing principles for issuing green financial instruments.

**Keywords:** financial regulation; financial market; financial institutions, financial sector; structural reforms; economic growth; ESG; green finance; financial stability; international organisations; OECD

**For citation:** Krinichansky K.V., Rubtsov B.B. Financial sector regulation on the agenda of economic policy reforms. *Finance: Theory and Practice*. 2022;26(5):6-21. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-5-6-21

## ВВЕДЕНИЕ

Реформы в сфере финансового сектора долгие годы находятся в поле зрения исследователей, становясь при этом предметом оживленных академических и политических дискуссий. Они являются неотъемлемой частью общей повестки экономических реформ, в выработке которой принимают участие крупнейшие международные организации — Международный валютный фонд (МВФ), Всемирный банк (ВБ), Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР).

Ряд организаций — Банк международных расчетов (BIS), Совет по финансовой стабильности (FSB), Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) — осуществляют свою деятельность, концентрируясь более узко на вопросах функционирования финансового рынка и его секторов. Существует достаточное число работ, которые обобщают направления реформ финансового сектора, вырабатываемых международными организациями с такой более узкой «специализацией» [1–3 и др.]. Вместе с тем интерес вызывает вопрос: как те или иные аспекты реформ финансового сектора отражались и отражаются в более широкой повестке реформ экономической политики? Ответ на него позволит определить место финансовых реформ в экономической повестке, проследить их траекторию, раскрыть взаимосвязи между реформами, затрагивающими разные сферы политики, — товарный рынок, рынок труда, проблематику ESG, финансовый рынок и др., определить факторы, ускоряющие или сдерживающие проведение реформ и т. д. В данном исследовании предпринята попытка такого изучения на примере повестки экономических реформ, продвигаемых ОЭСР. Для этого мы используем большое число источников, основными из которых для нас являются регулярные исследования актуальности и продвижения в странах ОЭСР и странах — партнерах данной организации реформ экономической политики, проводимые под эгидой секретариата ОЭСР, объ-

единенные серией публикаций «На пути к росту» (Going for Growth)<sup>1</sup>.

## ФИНАНСОВАЯ ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ И ЕЕ КОМПОНЕНТЫ

Выбор для обзора академических исследований, обращенных к проблематике реформ финансового сектора, не прост. Среди ранних авторов, задавших дискуссию относительно роли финансовой системы, осознание которой актуализирует вопросы ее развития и реформирования, выделим Дж. Герли и Э. Шоу [4, 5]. Авторы связали уровень развития экономики с уровнем и структурой финансовой системы, показав, как экономика движется от модели самофинансирования (когда инвестиционные проекты финансируются за счет доходов от основного вида деятельности и резервов компаний) через финансирование, основанное на банках, к модели, предполагающей значительную долю акционерного финансирования. Тем самым задавалась некая логика эволюции финансового сектора, реализация которой на практике требовала реформаторских решений от правительств.

Полагая, что модель «финансовые посредники плюс фондовые рынки» является наиболее продвинутой, следует задаться вопросом: каковы условия ее развития и сдерживающие факторы? Дж. Герли и Э. Шоу, а также позднее, основываясь на их результатах, В. Бенсивенга и В. Смит [6] показали, что существенными драйверами финансового развития и финансовой доступности являются транзакционные издержки, а также монетарные факторы. Это определило выводы, адресовавшиеся, в частности, к странам с формирующимися рынками, которые состояли в необходимости снижения издержек доступа к банкам и их услугам<sup>2</sup>, а также ревизии

<sup>1</sup> См. данную серию в электронной библиотеке ОЭСР. URL: [https://www.oecd-ilibrary.org/economics/economic-policy-reforms\\_18132723](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/economic-policy-reforms_18132723) (дата обращения: 15.08.2022).

<sup>2</sup> На тот период в США 13% семей не имели транзакционного банковского счета, причиной чего около половины из них указывали высокие комиссии и иные затраты, связанные с использованием такого счета [6].

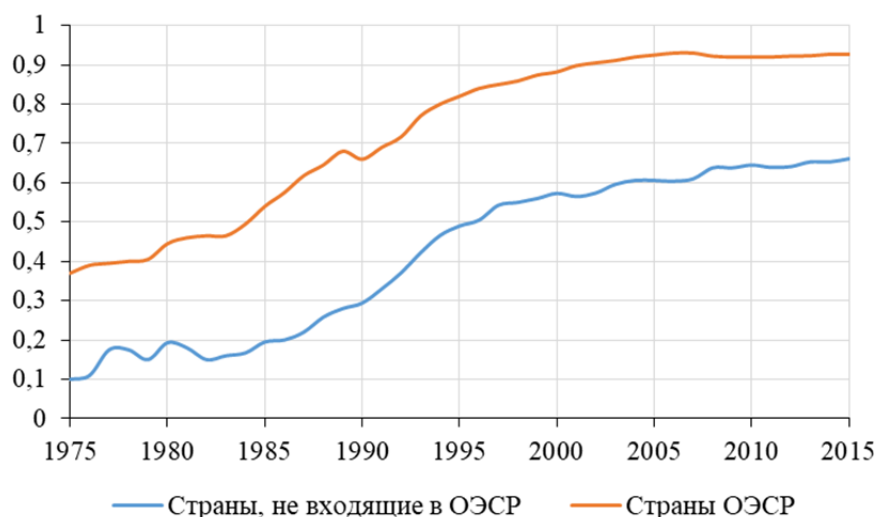


Рис. 1 / Fig. 1. История агрегированного индекса финансовой либерализации / The history of aggregate financial liberalization index

Источник / Source: O. Denk, G. Gomes [15].

монетарной политики, которая зачастую являлась причиной высокого уровня инфляции и высоких номинальных процентных ставок.

Другие две значимые работы, обозначившие контур финансовых реформ последующих лет, вышли под авторством Р. МакКиннона [7] и Э. Шоу [8]. Авторы обратили внимание на то, что политика «финансового подавления», компонентами которой являлись потолки процентных ставок на сбережения (устанавливавшиеся под предлогом обеспечения банков дешевыми ресурсами для последующей их передачи фирмам и правительству); государственная собственность на банки и финансовые учреждения; высокие резервные требования; контроль внутреннего рынка государственного долга, реализуемый, в частности, через введение требований к финансовым организациям держать долговые инструменты правительства, была причиной экономической стагнации и кризисов в ряде стран. Опираясь на эти аргументы, Р. МакКиннон и Э. Шоу предложили политикам реализовать ряд контрмер, объединенных идеей финансовой либерализации.

Под финансовой либерализацией стала пониматься государственная политика, направленная на дерегулирование кредита, снятие контроля над процентными ставками, устранение барьеров для входа на рынки финансовых услуг (в том числе в отношении иностранных игроков), приватизацию финансовых институтов. Кроме данных направлений, во многих работах к финансовой либерализации стали относить политику снятия ограничений на совершение операций, отражаемых по счету потоков капитала платежного баланса (хотя такое отнесение оспаривается рядом авторов). В теоретическом ключе подобная

политика должна была обеспечить восстановление и усиление роли ценового механизма в финансовом секторе, улучшить условия рыночной конкуренции с прицелом на выгоды, которые данные меры могли бы нести экономической активности и росту [9]. Однако на практике предпринимаемые в обозначенном направлении меры не во всех странах привели к желаемому успеху. Значительная критика политики финансовой либерализации в части преждевременного открытия экономик слабых стран для внешних потоков капитала, а также в связи с возрастающей уязвимостью банковских систем к возникновению кризисов звучит в публикациях [10, 11]. Даже не затрагивая часто дебатированный вопрос об открытости счета капитала, политика финансовой либерализации оказалась уязвимой по ряду направлений, в частности к тому, что не обеспечивала решение проблем асимметричной информации [12, 13], которые возникают не обязательно в связи с вмешательством государства; могла вести к росту морального риска<sup>5</sup>; могла стать причиной более агрессивной и рискованной политики банков, стремящихся заместить потерю прибыли от процентной маржи [14] и пр.

Впрочем, преимущества финансовой либерализации перевесили ее издержки и недостатки, что определило поток поступательных реформ, затра-

<sup>5</sup> Устранение потолка процентных ставок могло рассматриваться как противоречащее решение, поскольку сберегатели, активы которых оказывались защищены программами страхования вкладов (или брокерских счетов), спонсируемыми правительством, теряли стимул следить за выбором банка или финансового посредника иного типа, получая при этом защиту на вознаграждение, превышающее ставку по государственным облигациям.

**Базовые аспекты реформ финансового сектора и рамочные подходы к их операционализации /  
Basic aspects of the financial sector reforms and framework approaches to their operationalization**

№ п/п / No.	Направленность политики / Policy focus	Способ раскрытия содержания политики в конкретном показателе / How policy content is disclosed in a specific indicator
1	Кредитный контроль	Измеряется сравнительная тяжесть требований к банковским резервам, наличие обязательных требований по предоставлению кредитов либо кредитных субсидий для определенных секторов
2	Контроль процентных ставок	Определяется степень, в которой нормативные акты ограничивают банки в установлении ставок по кредитам и депозитам
3	Барьеры для входа в банковский сектор	Фиксируется наличие барьеров для входа иностранных и отечественных банков в национальную банковскую систему; ограничений на географический регион, в котором банки могут работать; ограничений на масштабы банковской деятельности
4	Контроль счета движения капитала	Оценивается степень ограничений для международного движения капитала
5	Приватизация	Оценивается степень прямого участия государства в банковской деятельности через владение активами банка
6	Регулирование рынков ценных бумаг	Оценивается политика, проводимая властями для дерегулирования и поощрения развития рынков акций, облигаций и производных финансовых инструментов
7	Пруденциальное регулирование и банковский надзор	Фиксируется соответствие правил достаточности капитала страны Базельскому стандарту; оцениваются независимость и объем ответственности органа банковского надзора, эффективность инспектирования банков

Источник / Source: составлено авторами на основе O. Denk, G. Gomes [15, с. 8–9]; А. Абиад, А. Моды [16, с. 681] / compiled by the authors based on O. Denk, G. Gomes [15, p. 8–9]; A. Abiad, A. Mody [16, p. 681].

Примечание / Note: работа А. Абиада и А. Моды [16] считается базовой в отношении артикулирования направлений финансовых реформ. В ней предлагается 6 из перечисленных в табл. 1 направлений. При этом мы находим, что до А. Абиада и А. Моды подобный перечень направлений финансовых реформ был сформулирован М. Эдеем и К. Хвидингом [17].

гивающих финансовые институты и рынки. Оценка динамики таких реформ за длительный период начиная с 1975 г. в виде агрегированного индекса, который принимает значение «0» для стран, никак не продвинувшихся в направлении либерализации финансового сектора, и «1» для стран, достигших полной либерализации, представлена на рис. 1. Компоненты финансовых реформ, отражаемые в сводном индексе финансовой либерализации, раскрыты в таблице.

Как показано на рис. 1, страны разных групп на протяжении последних более чем 40 лет достаточно мощно продвинулись по пути финансовых реформ. Страны, входящие в ОЭСР, достигли наибольшего успеха в тех направлениях, которые обозначены в табл. 1. Не входящие в ОЭСР страны двигались в среднем тем же темпом реформ, однако с более низкой стартовой позиции. Разрыв в уровне либерализации финансовых секторов между странами ОЭСР и странами, не входящими в данную органи-

зацию, сохраняется, что определяет актуальность продолжения курса на финансовую либерализацию в не входящих в ОЭСР странах. Заметим также, что темпы финансовых реформ в период, начиная с середины 1990-х гг., в обеих группах стран замедлились, а примерно с 2003 г. стали вовсе нулевыми. Это может объясняться известными жесткостями позиций истэблишмента стран (в том числе развитых) по определенным болезненным вопросам реформ, чаще всего касающимся приватизации и либерализации режима прямых зарубежных инвестиций. Эволюция реформ финансового сектора последних 12 лет проанализирована ниже.

### РЕФОРМЫ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В ПОВЕСТКЕ ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕФОРМ ОЭСР

Используемая далее в качестве одного из главных информационных источников серия докладов «На

пути к росту» (Going for Growth) обобщает опыт стран ОЭСР в области проведения структурных реформ в различных сферах экономической политики<sup>4</sup>. Мы начинаем с анализа доклада 2009 г., предполагая найти в нем крайнюю точку, когда степень актуальности реформ финансового сектора была максимальной (относительно последующего, но не предшествующего периода). Во-первых, предпринимаемые во время кризиса меры, как правило, сопряжены с углублением государственного вмешательства, что требует последующей коррекции политики для восстановления работы рыночного ценового механизма [18]. Во-вторых, столкновение экономик с беспрецедентными по масштабам шоками (в форме крупных банкротств, падения цен активов, остановки кредитных рынков и пр.) крайне обострили потребность выработки комплекса мер, нацеленных на обеспечение финансовой стабильности.

Действительно, в докладе объявляется, что финансовый кризис 2007–2009 гг. выявил серьезные проблемы с функционированием финансовых рынков, продемонстрировал неспособность прежних подходов к регулированию и надзорных структур обеспечить стабильность рынка<sup>5</sup>. Кризис выявил недостатки и провалы в работе механизмов финансового регулирования и надзора, которые способствовали росту склонности к риску, возникновению неоправданно высокого уровня леввериджа в частном секторе и в конечном итоге рецессии. Авторы заявляли, что финансовый сектор — это область, в которой в ближайшие годы потребуются большие реформы<sup>6</sup>. Формируемая в тот период программа реформ финансового сектора<sup>7</sup> была призвана снизить вероятность финансовых катастроф в будущем. Она захватывала реформы регулирующих и надзорных структур, вопросы улучшения функционирования финансовых рынков и нацеливалась на обеспечение восстановления темпов экономического роста и повышения уровня жизни в долгосрочной перспективе.

<sup>4</sup> Подчеркнем, что выбор указанного источника определен стремлением авторов поместить проблему финансового регулирования в контекст широкой повестки структурных реформ. Другой более узко специализированный ежегодный доклад ОЭСР, посвященный финансовому сектору, — The OECD Business and Finance Outlook — публикуется только с 2016 г. и не содержит интересующего нас широкого контекста.

<sup>5</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2009: Going for Growth: Structural Policy Indicators, Priorities and Analysis, OECD Publishing, Paris, 2009, p. 4.

<sup>6</sup> Op. cit. P. 35.

<sup>7</sup> FSB. Improving Financial Regulation: Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, Financial Stability Board, Basel, September, 2009. URL: [https://www.fsb.org/2009/09/r\\_090925b](https://www.fsb.org/2009/09/r_090925b) (дата обращения: 15.08.2022).

Дальнейшее изложение требует дополнительного методологического пояснения. Укажем, что в изучаемых документах ОЭСР авторы прибегают к сравнительному межстрановому анализу эффективности и политики, на основании которого определен набор из пяти приоритетов структурной политики для каждой страны ОЭСР и Европейского союза<sup>8</sup>. Приоритеты политики выбраны на основе стандартизированных критериев и экспертных оценок из более чем 150 потенциально возможных. В качестве объекта сопоставления в более ранних докладах берется экономика США, в более поздних — уровень, соответствующий верхней половине распределения, задаваемого группой стран ОЭСР. Каждая страна сопоставляется с бенчмарком, исходя из критерия душевого ВВП, а величина гэпа (разрыва) данного показателя в отношении двух стран (одной из которых всегда принимается бенчмарк) служит ориентиром и одновременно рабочим инструментом для измерения продуктивности предпринимаемых политических мер.

Дополнительным шагом аналитических процедур является рассмотрение гэпа ВВП на душу населения входящих в выборку стран относительно бенчмарка в разбивке на две компоненты, представляющие вклад производительности труда и использования рабочей силы соответственно. Отсюда при рассмотрении направлений структурной политики предложено группировать их в два домена — политику, преимущественно направленную на повышение производительности труда, и политику, обеспечивающую (расширение) использования рабочей силы.

Кроме того, начиная с издания 2017 г., рамки исследования для определения приоритетов реформ расширены за счет включения аспекта инклюзивности<sup>9</sup>, а в докладах 2019 и 2021 гг. дополнительным аспектом выступает экологическая компонента<sup>10</sup>.

Реформы, затрагивающие финансовый сектор, относятся к домену производительности. Спектр мер политики, затрагивающих производительность труда, крайне широк. Он охватывает различные опции, способствующие накоплению физического и человеческого капитала, нематериальных активов, повышающие эффективность их использования и распределения. Связь финансового развития с экономическим ростом в контексте влияния финансового развития

<sup>8</sup> В некоторых случаях авторы излагают видение в отношении более чем 5 приоритетов политики.

<sup>9</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2017: Going for Growth, OECD Publishing, Paris, 2017. URL: <https://doi.org/10.1787/growth-2017-en>

<sup>10</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2021: Going for Growth: Shaping a Vibrant Recovery, OECD Publishing, Paris, 2021. URL: <https://doi.org/10.1787/3c796721-en>

на производительность рассматривается в некотором числе работ, в частности [19–21].

Анализируя итоги данных и других теоретических и эмпирических исследований, можно указать на согласованность выводов относительно того, что производительность является доминирующим каналом трансмиссии финансового развития в долгосрочный рост выпуска. Это служит веским основанием рассматривать уровень развития финансового сектора как существенную детерминанту темпов роста производительности на уровне стран.

Далее продолжим изучение направлений и мер политики, нацеленной на финансовый сектор, которые содержатся в обзорах «На пути к росту». Так, в обзоре 2009 г. предложено рассматривать такие направления:

- углубление интеграции финансовых рынков и улучшение механизмов финансовой стабильности, адресованные Европейскому союзу в целом<sup>11</sup>;
- снятие ограничений на прямые иностранные инвестиции (ПИИ) (имея в виду даже не непосредственные выгоды от данных инвестиций, сколько спилловер-эффекты), адресованное правительствам Канады, Исландии, Японии, Южной Кореи и Мексики<sup>12</sup>;
- приватизация (данный инструмент повышения эффективности целесообразно использовать в условиях, когда финансовые рынки вернутся к «нормальному функционированию»)<sup>13</sup>;
- совершенствование финансового надзора, указанное в случае США<sup>14</sup>;
- финансовая открытость<sup>15</sup> как общая рекомендация странам, имеющим барьеры для потоков капитала и инвестиций.

Заметим, что рекомендации, относящиеся к финансовому сектору, не попали в число пяти приоритетных направлений в 28 из 31 случая страны или союза стран. Исключение — Исландия, США и ЕС как регионы, наиболее пострадавшие от финансового кризиса 2007–2009 гг.<sup>16</sup>

Таким образом, несмотря на ожидания того, что реформы финансового сектора окажутся преимущественно на первом плане, мы находим, что в числе приоритетных они обнаруживаются исключительно в тех странах, где финансовые рынки наиболее сильно пострадали от кризиса. В более поздних докладах приводится оговорка, что реформы финансового рынка, как правило, не входят в число пяти приоритетов и рассматриваются отдельно, поскольку во многих странах ОЭСР это неотложная задача, требующая широкой международной координации<sup>17</sup>. Наше объяснение этого факта состоит в том, что финансовые секторы большого числа стран оказались глубоко зависимыми от состояния финансовых рынков, распределяющих капитал финансовых центров, а предложение финансовых услуг в этих странах обеспечивают глобальные игроки, представляющие как раз такие центры. Такая зависимость снижает роль национальных финансовых секторов во многих странах, перемещая акцент на вопросы регулирования, связанные с использованием финансовых услуг на принципах аутсорсинга. Отсюда, в частности, вытекает то, что наиболее распространенными рекомендациями (помимо тех, которые действительно затрагивают реформы финансовых рынков и институтов, согласованные в рамках международной кооперации на уровне BIS или FSB) являются побуждения к открытию национальных финансовых рынков для нерезидентов, снижение доли государства в капитале финансовых институтов и т.д.<sup>18</sup>

Доклад 2010 г. по-прежнему подчеркивает важность проведения реформ, затрагивающих регулирование финансового рынка, добавляя также, что предпринятые в финансовой сфере ответные меры на кризис создали новые проблемы в виде морального риска и ослабления конкуренции<sup>19</sup>. Еще более существенное опасение высказано на предмет возможного противоречия между требованиями к ужесточению регулирования в финансовой сфере ради достижения стабильности и приматом конкуренции,

<sup>11</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2009: Going for Growth: Structural Policy Indicators, Priorities and Analysis, OECD Publishing, Paris, 2009. P. 35.

<sup>12</sup> Op. cit. P. 34.

<sup>13</sup> Op. cit. P. 35.

<sup>14</sup> Op. cit. P. 48.

<sup>15</sup> Op. cit. P. 34.

<sup>16</sup> Нами не принимались в расчет случаи, когда меры структурной политики адресовались правительствам в связи с необходимостью проведения реформ пенсионной системы, поскольку целью таких реформ объявлялось повышение эффективности публичного сектора (Чехия) либо улучшение использования рабочей силы (Люксембург, Турция). Op. cit. P. 46–48.

<sup>17</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2012: Going for Growth, OECD Publishing, Paris, 2012, p. 43. URL: <https://doi.org/10.1787/growth-2012-en>.

<sup>18</sup> См., например, подобные рекомендации, адресованные Бразилии и Индии, «где банковский кредит не полностью распределяется рынком», сопровождаемые той оговоркой, что реализация преимуществ либерализации требует градуализма и налаживания строгого пруденциального регулирования. См.: OECD. Economic Policy Reforms 2011: Going for Growth, OECD Publishing, Paris, 2011, p. 32.

<sup>19</sup> OECD Economic Policy Reforms 2010: Going for Growth: Structural Policy Indicators, Priorities and Analysis, OECD Publishing, Paris, 2010, p. 5. URL: <https://doi.org/10.1787/growth-2010-en> (дата обращения: 15.08.2022).

имея в виду возможное давление на конкуренцию при ужесточении регулирования (по каналам входа на рынок или удовлетворения участников — в особенности не относящихся к категории крупных игроков — более жестким нормативам). Выводом здесь является то, что, за исключением нескольких конкретных областей регулирования, свидетельств конфликта между стабильностью банковского сектора и целями конкуренции не обнаруживается. Таким образом, предполагается, что требуемое укрепление нормативно-правовой базы в финансовом секторе позволит сохранить выгоды от конкуренции с точки зрения доступа к финансовым услугам и цен на них<sup>20</sup>. Более того, некоторые области пруденциального регулирования, в первую очередь в части банковского надзора, как показал анализ, могут обеспечить усиление конкуренции в банковской сфере<sup>21</sup> в силу того, что строгий надзор помогает уравнивать правила игры для всех конкурентов. Важное заключение также состоит в том, что влияние пруденциального регулирования на конкуренцию в банковской сфере зависит от силы надзора<sup>22</sup>.

Обращаясь к долгосрочным макроэкономическим последствиям недавнего (2008) финансового шока, авторы доклада показывают, что страны ОЭСР ждет сокращение потенциального объема производства. При этом 2/3 этого сокращения будут вызваны возросшей стоимостью капитала, 1/3 — более низкой занятостью. Накопление основного капитала — одна из наиболее уязвимых позиций в посткризисный период, когда уровень неприятия риска и закладываемых в ставки премий оказался высок. Это тревожный сигнал, поскольку снижение темпов роста инвестиций (или даже отрицательный их прирост) ослабляет основу роста производительности в будущем.

Еще одно опасение вытекает из негативных последствий тех мер, которые страны были вынуждены предпринять для устранения финансового шока и недопущения еще более глубокой рецессии — «национализации» некоторых банковских операций (Исландия, Ирландия, Нидерланды, Португалия, Великобритания, США), скупки токсичных активов (Германия, Ирландия, Корея, Швейцария, Великобритания, США)<sup>23</sup>. Действительно, длительное прямое

участие государства в финансовых рынках чревато негативными последствиями для конкуренции, ведет к искажению ценового механизма, в том числе неверной оценке риска, а в посткризисных условиях затрудняет возможности структурных изменений, снижая потенциал долгосрочного роста.

Авторы показывают, что будущий регуляторный ландшафт формируется из предложений по реформированию пруденциального регулирования, выдвинутых Советом по финансовой стабильности (FSB), МВФ, Банком международных расчетов (BIS)<sup>24</sup> для укрепления финансовой стабильности (при сохранении целей конкуренции). Основные направления здесь — изменения требований к капиталу банков (в том числе введение контрциклического буфера), новые минимальные коэффициенты глобального покрытия ликвидности, призванные повысить устойчивость банков к общесистемным шокам ликвидности и усилить управление этим риском, формирование требований к системно значимым игрокам для снижения морального риска в их поведении, инициативы по расширению периметра регулирования и развитию международной кооперации регуляторов, повышение устойчивости рынка производных финансовых инструментов, совершенствование стандартов бухгалтерского учета (в том числе в части учета финансовых инструментов, стандартов формирования резервов и признания обесценения, стандартов, затрагивающих внебалансовые операции), улучшение моделей компенсационных схем.

Среди направлений и мер политики, нацеленной на финансовый сектор, предлагаемых в данном обзоре, — снятие ограничений для прямых иностранных инвестиций (Канада); углубление и ускорение интеграции розничных финансовых рынков, обновление и улучшение системы финансового регулирования (ЕС); усиление финансового надзора (ЕС, Венгрия, Южная Корея); исправление механизмов гарантий в сфере жилищного финансирования, создающих избыточные стимулы для чрезмерных инвестиций в жилищный сектор (Исландия, США); совершенствование макропруденциального и микропруденциального надзора (Япония и другие страны); реформирование законодательства о банкротстве (Венгрия); расширение приватизации финансовых институтов (Южная

<sup>20</sup> Op. cit. P. 13.

<sup>21</sup> Этот вывод, к сожалению, не всеобъемлющий. В некоторых направлениях, таких как ограничения на вход, меры по усилению пруденциального регулирования все же ослабляют конкуренцию.

<sup>22</sup> Замечено, что сильные надзорные органы смягчают антиконкурентные эффекты от введения более жестких барьеров для входа.

<sup>23</sup> Op. cit. P. 21.

<sup>24</sup> См., в частности, BIS. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Bank for International Settlements, Basel, December 2010 (rev June 2011). URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>, а также более поздние рекомендации: IMF, FSB and BIS. Macroprudential Policy Tools and Frameworks, Update to the G20 Financial Ministers and Central Bank Governors, February 2011. URL: <https://www.bis.org/publ/othp17.htm> (дата обращения: 15.08.2022).

Корея); изменение пруденциальных стандартов для системно значимых финансовых организаций (США).

Что касается попадания реформ финансового сектора в число пяти приоритетных, то это относилось в данном исследовании к трем странам или союзам — ЕС, США, Японии, а если добавить еще такой приоритет политики, как сокращение барьеров для иностранных инвестиций и расширить число рассматриваемых приоритетов до восьми, к перечисленным еще добавятся Исландия, Новая Зеландия, Польша и Южная Корея.

В тексте доклада 2011 г. по-прежнему делается упор на безотлагательность реформ в финансовом секторе, «требующихся для восстановления стабильности и защиты уровня жизни в долгосрочной перспективе»<sup>25</sup>. Дополнительно к изменению требований к капиталу основными направлениями здесь назывались:

- разработка макропруденциальной политики для смягчения проциклического наращивания системного риска, предотвращения надувания пузырей цен на активы, обусловленных кредитами;
- снижение морального риска со стороны системно значимых институтов и связанного с ними экономического ущерба; изменения в финансовой инфраструктуре, снижающие риски заражения;
- введение обязательного стандарта для коэффициента левеиджа (максимальных коэффициентов левеиджа, применимых ко всем типам активов);
- внедрение механизмов управления трансграничными кризисами;
- реформирование небанковских финансовых учреждений (в том числе страховых компаний и пенсионных фондов), нацеленное на предотвращение накопления системного риска;
- внедрение разумных методов компенсации в крупных финансовых институтах для исключения поощрения принятия чрезмерных рисков;
- совершенствование стандартов бухгалтерского учета (в том числе улучшение и упрощение учета финансовых инструментов, создания резервов и признания обесценивания)<sup>26</sup>.

Вхождение финансовых реформ в число приоритетных в данном году относилось к Бразилии, Индии и ЕС. Кроме того, ослабление барьеров для прямых зарубежных инвестиций как приоритетное направление структурной политики вменялось Австралии, Канаде, Новой Зеландии, Японии.

Анализ обзора 2012 г. показывает следующее. Сохранились относящиеся к Бразилии, Индии и ЕС приоритеты структурных реформ для повышения эффективности финансовых рынков. Реформы, нацеленные на улучшение регулирования и надзора в финансовом секторе, попали в число приоритетных применительно к Исландии. Улучшение и рационализация финансового регулирования обозначены как приоритет для США. Для Австралии и Японии предписывалось ослабление ограничений на ПИИ.

В обзоре 2013 г. авторы по-прежнему указывают на приоритет реформ, нацеленных на повышение эффективности финансовых рынков и снижение доли государства в собственности на банки, адресуя рекомендации Бразилии. Ослабление государственного контроля над финансовыми рынками (в том числе устранение регулирования ставок по депозитам и кредитам, либерализацию входа иностранных инвесторов на внутренние рынки акций и облигаций) рекомендовали КНР.

Одним из приоритетов для ЕС оставалось реформирование финансового регулирования и надзора в целях создания более стабильной и интегрированной финансовой системы в рамках Союза.

Индии рекомендовалось ослабить ограничения банковского портфеля, в том числе за счет постепенного сокращения доли владения банками государственных облигаций, поэтапного отказа от приоритетного кредитования; разрешить более широкое участие иностранных инвесторов в секторе финансовых услуг и способствовать выходу на рынок новых частных банков. Смягчение ограничений для прямых зарубежных инвесторов в собственный капитал рекомендовалось таким странам, как Индия, Канада, Мексика, Россия, Южная Корея.

Реформы финансового сектора оставались в числе приоритетных применительно к Бразилии, КНР и Индии в 2014 г.<sup>27</sup> В целом, можно увидеть, что для этой тройки стран реформы финансового сектора в период 2011–2017 гг. рассматривались как приоритетные. По мере того, как данные страны продвигались по пути либерализации, рекомендации несколько изменились. Так, в отчете 2015 г. отмечалось, что претерпевшие либерализацию финансовые системы в данных странах должны быть поддержаны более сильным макропруденциальным регулированием и надзором<sup>28</sup>. Кроме того, КНР рекомендовала построение

<sup>25</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2011: Going for Growth, OECD Publishing, Paris, 2011, p. 18. URL: <https://doi.org/10.1787/growth-2011-en> (дата обращения: 15.08.2022).

<sup>26</sup> Op. cit. P. 21.

<sup>27</sup> OECD. Economic Policy Reform 2014: Going For Growth Interim Report, OECD Publishing, Paris, 2014, p. 40. URL: <https://doi.org/10.1787/growth-2014-en>

<sup>28</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2015: Going for Growth, OECD Publishing, Paris, 2015, p. 65. URL: <https://doi.org/10.1787/growth-2015-en>



более сбалансированной системы регулирования, охватывающей альтернативные банковскому сектору, поскольку либерализация на низовом уровне привела к появлению финансовых институтов — конкурентов банкам, на которых не распространялись жесткие правила банковского регулирования (так называемый «теневой» банковский сектор). Уязвимость, требующая устранения, также обнаруживалась в присутствии скрытых государственных гарантий, препятствующих правильной оценке риска. Авторы обзора 2017 г. указали, что несмотря на то, что данным странам удалось решить ряд вопросов, повышающих эффективность внутренних финансовых рынков, темпы либерализации в финансовом секторе в этих странах замедлились<sup>29</sup>.

Обзор 2017 г. содержит несколько больший перечень стран, которым рекомендованы реформы финансового сектора. Так, властям Аргентины и КНР рекомендовали уменьшить вмешательство государства в работу финансовых рынков. Италия и Португалия стоят в числе первых стран, в которых откладывание санации проблемных банковских кредитов грозит как подрывом уверенности в финансовой стабильности, так и сдерживанием темпов роста. Повышение финансовой грамотности стоит в приоритете для Китая<sup>30</sup>. Предпринять меры по снятию ограничений для банковского портфеля рекомендовано Индии<sup>31</sup>.

Доклад 2019 г. сообщает о том, что приоритеты реформ в финансовом секторе адресованы Бразилии (которой рекомендовано расширить спектр моделей финансирования, включая синдицированные кредиты, структурированные финансовые инструменты, проектное финансирование и инфраструктурные облигации), Индии и Китаю (властям которых продублированы рекомендации предыдущих лет), России (в отношении которой сказано о целесообразности реформирования регулирования банковского сектора в части создания равных условий для государственных и частных банков и финансовых посредников).

Наконец, в докладе 2021 г. на первый план выдвинуты меры, призванные сыграть свою роль в борьбе с потенциальной волной банкротств, которая может

возникнуть как негативный шок пандемии<sup>32</sup>. В условиях, когда множество компаний оказались уязвимыми к локдаунам и колебаниям спроса, экономикам могут потребоваться реформы режима банкротства, которые «могут быть развернуты с инструментами для поддержки долевого финансирования для рекапитализации фирм и смягчения долгового навеса с помощью таких мер, как вливание собственного капитала и квазиакционерного капитала (например, привилегированные акции), поэтапного введения резерва на корпоративный капитал и свопы долгового капитала»<sup>33</sup>. Данные реформы нацелены на сохранение жизнеспособных и продуктивных фирм, которые в противном случае были бы ликвидированы, при одновременном поощрении своевременной реструктуризации нежизнеспособных фирм.

В части уже освещенных выше направлений финансовых реформ в докладе 2021 г. указано на необходимость:

- устранения входных барьеров в финансовом секторе и ограничений по условиям ведения бизнеса для фирм-нерезидентов, повышения финансовой грамотности с помощью финансового образования с раннего возраста (КНР)<sup>34</sup>;
- реализации стратегии решения проблемы отсроченных налоговых кредитов и безнадёжных ссуд, угрожающих балансам банков (Греция);
- улучшения управления государственными банками, активизации усилий по решению проблемы «плохих» кредитов, совершенствования законодательства о несостоятельности, банкротстве и судебной практики в данной сфере (Индия и другие страны).

## ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР В КОНТЕКСТЕ ВЗАИМОСВЯЗАННОСТИ СТРУКТУРНЫХ РЕФОРМ

Существенным аспектом анализа реформ финансового сектора в контексте их значения для достижения основных целей политики является взаимосвязанность данных реформ с реформами, затрагивающими иные сферы политики. Здесь могут быть затронуты два момента: важность реформ финансового сектора для других приоритетных сфер политики и, собственно, взаимообусловленность реформ.

Рассуждая о том, какое значение реформы финансового сектора (и, соответственно, достигаемое с по-

<sup>29</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2017: Going for Growth, OECD Publishing, Paris, 2017, p. 27.

<sup>30</sup> Поскольку мотивацией данной рекомендации являются изменения, происходящие во многих странах, — расширение цифровых финансовых сервисов, «распространение незаконных схем привлечения внешних финансовых ресурсов и дефолты со стороны одноранговых поставщиков финансовых услуг» (Op. cit., p. 130), соответствующая рекомендация может быть отнесена к гораздо более широкому кругу стран.

<sup>31</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2017: Going for Growth, OECD Publishing, Paris, 2017, p. 28.

<sup>32</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2021: Going for Growth: Shaping a Vibrant Recovery, OECD Publishing, Paris, 2021, p. 15.

<sup>33</sup> Op. cit. P. 32.

<sup>34</sup> Op. cit. P. 99.

мощью их реализации качество работы финансовых систем) обретают при рассмотрении успеха в других направлениях политики, остановившись на некоторых иллюстрациях. Так, налоговые реформы и реформы товарных рынков, призванные снизить издержки и увеличить прибыль компаний или достичь более высокой производительности, дают максимальный эффект, когда успехи корпораций отражаются в ценах акций. Это важно, поскольку, с одной стороны, порождает эффект богатства и подстегивает потребительский спрос, с другой — побуждает компании к расширению инвестиций. Справедливо заметить, что трансформация ожидаемых доходов и прибылей в текущие потребительские либо инвестиционные расходы возможна только тогда, когда финансовые рынки функционируют должным образом, что определяется надлежащей оценкой финансовых активов и возможностями кредитного расширения при использовании этих активов в качестве обеспечения<sup>35</sup>.

Обращаясь к проблеме взаимообусловленности или взаимосвязанности реформ, обратим внимание на то, что странам часто оказывается трудно достичь успеха реформ финансового сектора, не пройдя путь в направлении укрепления верховенства закона, развития судебной системы и пр. Действительно, анализ докладов «На пути к росту» показывает, что приоритетное место в повестке дня реформ в целом ряде стран, таких как Аргентина, Индия, Индонезия, Италия, Китай, Мексика, Россия, ЮАР, уделяется таким направлениям, как укрепление верховенства закона, усиление борьбы с коррупцией, совершенствование управления компаниями с государственным участием, повышение эффективности финансового сектора и процедур банкротства, оперативное регулирование проблемных кредитов в банковской системе<sup>36</sup>.

Значимая взаимосвязь обнаруживается при анализе влияния финансовых рынков на глобальные дисбалансы. Известно, что глобальные дисбалансы были одной из фундаментальных причин кризиса 2007–2009 гг. Их порождение связано в том числе с различным уровнем развития финансовых рынков в странах — партнерах международных товарных обменов. Говоря о роли финансовых реформ в устранении дисбалансов, следует обратить внимание на то, что потребление домохозяйств в ряде стран

(преимущественно с формирующимися рынками)<sup>37</sup> сдерживается недостаточным уровнем конкуренции и фрагментарностью финансовых рынков, определяющими более высокую норму сбережений при относительно меньших масштабах кредитования домашних хозяйств. Отсюда реформы, усиливающие конкуренцию на финансовых рынках в этих странах (при условии надлежащего пруденциального регулирования и контроля), способны стимулировать потребление, снизить норму внутренних сбережений и ослабить текущие счета, создав новые условия для балансирования потоков товаров и капитала в глобальном масштабе<sup>38</sup>.

### ПОВЕСТКА ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕФОРМ ДЛЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА: ВРЕМЯ ИЗМЕНЕНИЙ?

Как отмечалось выше, в последние годы фокус внимания в выработке реформ экономической политики смещается в сторону направлений инклюзивности и экологичности. В связи с этим взгляд на роль финансового сектора в экономике и проводимую в его отношении политику может измениться (рис. 2). Однако еще до рассмотрения роли финансового сектора в достижении более инклюзивного общества и более чистой окружающей среды необходимо заострить внимание на качестве его работы в контексте традиционных функций.

Мы полагаем, что финансовый сектор требует большего внимания с точки зрения восстановления его функциональности. Наибольшую озабоченность вызывает его способность качественно реализовать аллокативную функцию. Эмпирический анализ подсказывает, что с выполнением данной функции есть проблемы. Многие исследования показывают, что эффективность экономик ОЭСР в течение более чем двух последних десятилетий снижалась, так что потенциальный рост производства на душу населения конца 1990-х — начала 2020-х гг. сократился примерно вдвое. Причина этого кроется в замедлении роста совокупной производительности факторов (СПФ) и падении инвестиций (главным образом, частных). Демонстрируя подтверждения этому, Д. Эндрюс с соавт. сообщают о расхождении показателей производительности отстающих фирм от глобальной границы

<sup>37</sup> С некоторыми оговорками это будет относиться и к другим странам, например к Японии.

<sup>38</sup> OECD, 2011, p. 13. Следует добавить, что успех в данном направлении будет зависеть также от реформ в других сферах, больше всего — в пенсионном обеспечении и здравоохранении. См.: OECD Economic Policy Reforms 2010: Going for Growth: Structural Policy Indicators, Priorities and Analysis, OECD Publishing, Paris, 2010, p. 44.

<sup>35</sup> На это, в частности, обращается внимание в докладе: OECD. Economic Policy Reforms 2009: Going for Growth: Structural Policy Indicators, Priorities and Analysis, OECD Publishing, Paris, 2009, p. 21.

<sup>36</sup> См., например: OECD. Economic Policy Reforms 2017: Going for Growth, OECD Publishing, Paris, 2017, p. 6.



Рис. 2 / Fig. 2. Развитие повестки финансовых реформ / Financial reforms agenda development

Источник / Source: авторская разработка / author's design.

производительности [22]. Такой эффект связывается с наличием препятствий на пути распространения знаний и шумпетерианского «созидательного разрушения»<sup>39</sup>. Хотя финансовые рынки призваны выполнять функцию аллокации ресурсов, они делают это с неравной эффективностью. В частности, менее гибкими в таком отношении странами являются те, чьи финансовые рынки преимущественно «банковские» (bank-based). Кроме того, существенная критика в отношении работы финансовых систем поступает в связи со свойством чрезмерного накопления рисков и ослабления экономик вследствие хронической угрозы возникновения кризиса.

Добавим к сказанному, что проблемы дисфункциональности финансового сектора в неявной форме артикулированы в академической литературе, обсуждающей вопросы взаимосвязи финансового развития, с одной стороны, экономического роста и нера-

венства — с другой. При этом в данной литературе почти не обсуждаются способы преодоления такой дисфункциональности. К косвенным свидетельствам дисфункциональности финансового сектора следует отнести те результаты эмпирических исследований, которые обнаруживают отрицательную взаимосвязь финансового развития и экономического роста [23], «исчезающий эффект» влияния углубления финансов на рост [24] либо нелинейность, оценка параметров которой указывает в пользу того, что многие страны (прежде всего, с развитыми финансовыми рынками) исчерпали ресурс повышения темпов долгосрочного экономического роста за счет наращивания глубины кредита [25]<sup>40</sup>.

<sup>40</sup> Хотя роль финансового сектора для обеспечения восстановления темпов экономического роста и роста производительности важна, она не является решающей. Достижение целей роста требует не только свободного доступа к капиталу, важно также предложение рабочей силы, формирование навыков, развитие инфраструктуры, наконец, большое значение имеют готовность политиков к проведению структурных реформ и качественные государственные институты.

<sup>39</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2021: Going for Growth: Shaping a Vibrant Recovery, OECD Publishing, Paris, 2021, p. 19.

Крайне сложной задачей является проследование роли финансовых реформ для преодоления неравенства. Исходно это можно объяснить нетривиальностью проблемы идентификации взаимосвязи финансового развития и неравенства. Обратим внимание на некоторые полученные авторами в своих исследованиях выводы. Так, Дж. Гринвуд и Б. Йованович [26] показали, что финансовое развитие и неравенство связаны U-образной связью: когда страны лишь начинают выстраивать работу своих финансовых секторов, в выигрыше оказывается лишь небольшая часть общества, неравенство доходов увеличивается. По достижении определенного уровня финансового развития возросшие объемы внешнего финансирования помогают сократить неравенство доходов.

М. Брей с соавт. [27] приходят к выводу об обратной U-образности данной связи: до некоторого уровня более глубокие финансовые системы связаны с меньшим неравенством доходов, но за пределами этого уровня дальнейшее финансовое развитие коррелирует с более высоким неравенством доходов. Кроме того, результаты чувствительны к модели финансирования экономики, так что указанный вывод применим только к странам с преимущественно рыночной моделью (market-based) финансирования экономики и не срабатывает в странах с банковской моделью.

Неутешительные с точки зрения адептов либерализации результаты в своем исследовании получили Де Хаан с соавторами. Они обнаружили, что финансовая либерализация ведет к росту неравенства, причем финансовое развитие усиливает это воздействие [28]. В противоположность этому И. Хасан с соавт. [29] заявляют, что финансовое развитие является особенно важным фактором, определяющим неравенство в благосостоянии между странами, так что надежные финансовые системы способствуют снижению неравенства в благосостоянии.

На самом деле имеется несколько направлений, которые могут способствовать преодолению неравенства посредством финансового сектора (а также смягчить вклад финансового сектора в рост неравенства). Во-первых, это финансовая доступность. Целый ряд исследований показывают, что расширение доступа к кредиту для групп населения с низкими доходами создает стимулы для предпринимательства, выравнивает возможности получения образования и т.д. Расширение доступа населения к финансовым услугам (в том числе через снижение издержек), таким как денежные переводы, сбережения, страхование, считаются необходимыми для сокращения бедности, снижения различий в доходах, сокращения барьеров для распределения ресурсов; это делает финансовые

системы более стабильными и ведет к инклюзивному росту [30, 31].

Во-вторых, это повышение финансовой грамотности. Действительно, существует влиятельная литература, в которой обосновывается положительная связь более продвинутых финансовых знаний с богатством для широких групп населения<sup>41</sup>. Например, эксперименты, проведенные Дж. Чой с соавт. [32], показали, что финансовые знания положительно связаны с доходностью инвестиций. А. Лусарди с соавт. [33] находят положительную взаимосвязь между образованием (и финансовым образованием как его составляющей), с одной стороны, и нормализованным по доходу накопленным богатством — с другой. Конкретизируя, укажем, что получаемые доходы капитализируются с гораздо большей отдачей той категорией индивидуумов, которые имеют более глубокие финансовые знания. Эти же авторы доказывают, что финансовая грамотность является эндогенной переменной, так что конечное распределение доходов зависит от того, как индивидуумы инвестируют в свои финансовые знания в течение жизненного цикла. Этот вывод универсален и не зависит от типа экономики. Переводя разговор на язык политики, подчеркнем, что показанные результаты обуславливают необходимость более систематической работы в направлении накопления населением разных социальных групп финансовых знаний, а следовательно, политика в этом направлении должна быть интенсифицирована во всех без исключения странах<sup>42</sup>.

В-третьих, критическое значение в обеспечении условий сглаживания неравенства приобретает повышение цифровой грамотности. В рассматриваемом нами контексте цифровая грамотность — это характеристика пользователя финансовых услуг, так же, как и финансовая грамотность, указывающая на его способность извлечения из некоторого доступного пула таких услуг соответствующей выгоды. Обладание цифровой грамотностью необходимо, поскольку на рынке растет число финансовых технологий (и участников), порождающих (предлагающих) «цифровые» финансовые услуги и продукты. Кроме того, доступ

<sup>41</sup> Речь может идти даже о более масштабном влиянии финансовой грамотности — ее позитивной роли с точки зрения лучшего распределения ресурсов, снижения рисков, связанных с эпизодами финансовой нестабильности, в конечном итоге участия в повышении общественного благосостояния [35].

<sup>42</sup> В Российской Федерации задача повышения финансовой грамотности населения находится на уровне национальных приоритетов. Вопросам повышения эффективности организационных мероприятий по повышению уровня финансовой грамотности посвящено исследование О.В. Кузнецова и соавт. [36].

как к данным услугам, так и к традиционным финансовым услугам осуществляется через цифровые каналы с использованием удаленного входа в личный кабинет клиента или подключения с помощью приложения в смартфоне<sup>45</sup> [36]. Нельзя не отметить, что пандемия COVID-19 привела к ускорению перехода значительной части рынка финансовых услуг на цифровые каналы. Все это означает, что правительствам требуется развернутая программа, нацеленная на достижение цифровой инклюзии, которая является условием снижения уровня неравенства.

Далее рассмотрим аспект экологии. С решением экологических (включая климатические) проблем связаны 6 из 17 Целей устойчивого развития ООН<sup>44</sup>. Пандемия резко повысила актуальность климатической повестки. Приоритеты, связанные с охраной окружающей среды, оказались в числе основных в издании «На пути к росту» 2021 г. Они включают борьбу с загрязнением окружающей среды (и сопутствующими ему проблемами здоровья населения), принятие мер против потери биологического разнообразия и сокращения запасов чистой воды и пр. «Если оставить все как есть, экологические факторы могут оказаться критическими. Каждый год от загрязненного воздуха умирает 4 млн человек, а ежегодное количество природных катастроф увеличилось вдвое за последнее двадцатилетие»<sup>45</sup>.

Решение проблем устойчивого развития в области экологии, особенно в рамках климатической повестки, находится на первом месте среди десятков стран мира, в том числе всех государств ЕС. В этой связи ОЭСР рекомендует странам, особенно на ранней стадии постковидного восстановления, особое внимание уделять «зеленым» государственным инвестициям и субсидиям<sup>46</sup>.

Ежегодник ОЭСР по финансовым рынкам «OECD Business and Finance Outlook» за 2020 г. носит фактически тематический характер и посвящен вопросам развития устойчивой финансовой системы, устойчивым инвестициям, определяемым аббревиатурой ESG (environmental, social, governance / окружающая среда, социальные меры, корпоративное управле-

ние)<sup>47</sup>. Центральное место в этой триаде принадлежит первой букве.

Мобилизация финансовых ресурсов для адаптации и смягчения последствий климатических изменений и борьбы за сохранение окружающей среды требует выработки новых стратегий на государственном и корпоративном уровнях, запуска новых инструментов, развития новых рынков [37].

По оценкам ОЭСР 2017 г., для достижения поставленных ООН целей устойчивого развития и Парижского соглашения по климату в период до 2030 г. требуются ежегодные инфраструктурные инвестиции в размере 6,9 трлн долл., в то время как реальные инвестиции составляли в конце десятилетия, в зависимости от методики расчета, 3,4–4,4 трлн долл.<sup>48</sup> Мобилизация таких огромных средств невозможна без перестройки финансовой системы. Набор способов финансирования технологических процессов, проектов и компаний, связанных с защитой окружающей среды, а также финансовые продукты / инструменты и услуги (кредиты, облигации, акции, фонды и пр.) с экологической составляющей получили общее название «зеленых» финансов (и производных или близких с ним — экологических финансов, климатических финансов, «зеленого» финансирования, «зеленого» инвестирования, «зеленого» банкинга, «зеленого» страхования и пр.) [37–41].

«Озеленение» финансовой системы, наряду с ее цифровизацией, превратилось в ключевую тему в области развития финансовых рынков и их регулирования еще в «доковидный» период. В 2020–2021 гг. эти тенденции только усилились.

В центре внимания находятся: комплекс вопросов, связанных с выпуском «зеленых» финансовых инструментов (в первую очередь «зеленых» облигаций), разработка и внедрение «зеленых» таксономий (они уже существуют и применяются в ЕС, Китае; в 2021 г. появилась разработанная ВЭБ.РФ таксономия для российского рынка); разработка общих требований к нефинансовой отчетности; создание специальных индексов и рейтингов. Важнейшей проблемой климатической повестки является учет экологических факторов в ценообразовании (особенно это касается вопросов, связанных с выбросами парниковых газов)<sup>49</sup>.

<sup>45</sup> OECD. G20/OECD INFE Policy Guidance on Digitalisation and Financial Literacy, OECD Publishing, Paris, 2018. URL: <https://www.oecd.org/finance/financial-education/g20-oecd-infe-policy-guidance-digitalisation-financial-literacy-2018.htm> (дата обращения: 15.08.2022).

<sup>44</sup> Организация объединенных наций. URL: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/ru/sustainable-development-goals/> (дата обращения: 15.08.2022).

<sup>45</sup> OECD. Economic Policy Reforms 2021: Going for Growth: Shaping a Vibrant Recovery, OECD Publishing, Paris, 2021, p. 26.

<sup>46</sup> Там же.

<sup>47</sup> OECD. OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance, OECD Publishing, Paris, 2020. URL: <https://doi.org/10.1787/eb61fd29-en>

<sup>48</sup> Financing Climate Futures: Rethinking Infrastructure OECD. The World Bank, UN Environment, 2018, p. 20.

<sup>49</sup> OECD. OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance, OECD Publishing, Paris, 2020. URL: <https://doi.org/10.1787/eb61fd29-en>

## ВЫВОДЫ

Эпоха финансовых реформ, продолжающаяся с 1970-х гг., испытывает сегодня свой поворотный момент. Реформы 1970-х — 1990-х гг. были преимущественно связаны с необходимостью осуществления либерализации, более полного включения рыночных механизмов в работу финансового сектора, усиления конкуренции, создания широкого разнообразия финансовых услуг, продуктов и инструментов, наполнения рынка достаточным объемом ликвидности. В 2000-е — 2010-е гг. на фоне возросшей турбулентности и крупных потерь, которые понесла экономика в результате финансово-экономических кризисов, мы увидели иной вектор реформ, задаваемый требованием обеспечения стабильности работы финансовых рынков, достижения финансовыми институтами должной устойчивости. В настоящее время мы наблюдаем формирование измененной повестки финансовых реформ. Ее важнейшими компонентами выступают цели инклюзивного

и устойчивого роста. Это определяет необходимость выработки соответствующих инструментов реформ. При этом в первую очередь экологическая компонента повестки требует тесной международной кооперации как в части выработки инструментария, так и реализации самих реформ. В этой связи возрастает роль ОЭСР как организации, внесшей огромный вклад в изучение опыта стран в части реализации структурных реформ и задававшей широкую повестку таких реформ. Несмотря на то что в отношении финансовых регуляторных инноваций основными акторами являлись иные международные организации, мы подчеркиваем важную роль ОЭСР в обозначенных направлениях реформ в силу сложного и многокомпонентного их характера. Иными словами, соответствующие финансовые реформы призваны дополнить более широкую программу изменений экономической политики, нацеленную на построение более инклюзивного общества и сохранение чистой окружающей среды.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Demirguc-Kunt A., Beck T., Honohan P. Finance for all: Policies and pitfalls in expanding access. A World Bank Policy Research Report. 2008;(41792). URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/6905/417920PAPER0Fi18082137291301PUBLIC1.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
2. Данилов Ю.А. Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития. *Вопросы экономики*. 2019;(3):29–47. DOI: 10.32609/0042–8736–2019–3–29–47  
Danilov Yu.A. The present state of global scientific debate in the field of financial development. *Voprosy ekonomiki*. 2019;(3):29–47. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2019–3–29–47
3. Melecky M., Podpiera A.M. Financial sector strategies and financial sector outcomes: Do the strategies perform? *Economic Systems*. 2020;44(2):100757. DOI: 10.1016/j.ecosys.2020.100757
4. Gurley J.G., Shaw E.S. Financial aspects of economic development. *American Economic Review*. 1955;45(4):515–538.
5. Gurley J.G., Shaw E.S. Financial structure and economic development. *Economic Development and Cultural Change*. 1967;15(3):257–268.
6. Bencivenga V.R., Smith B.D. Monetary policy and financial market evolution. The Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2003;85:7–26. URL: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/03/07/Bencivenga.pdf>
7. McKinnon R.I. Money and capital in economic development. Washington, DC: The Brookings Institution; 1973. 184 p.
8. Shaw E.S. Financial deepening in economic development. New York: Oxford University Press; 1973. 260 p.
9. Bumann S., Hermes N., Lensink R. Financial liberalization and economic growth: A meta-analysis. *Journal of International Money and Finance*. 2013;33:255–281. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2012.11.013
10. Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. The determinants of banking crises in developing and developed countries. *International Monetary Fund Staff Papers*. 1998;45(1):81–109. DOI: 10.2307/3867330
11. Kaminsky G.L., Reinhart C.M. The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*. 1999;89(3):473–500. DOI: 10.1257/aer.89.3.473
12. Stiglitz J.E. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*. 2000;28(6):1075–1086. DOI: 10.1016/S 0305–750X(00)00006–1
13. Stiglitz J.E. Key challenges facing modern finance: Making the financial sector serve society. *Finance: Theory and Practice*. 2020;24(2):6–21. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–2–6–21
14. Hellmann T.F., Murdock K.C., Stiglitz J.E. Liberalization, moral hazard in banking and prudential regulation: Are capital requirements enough? *American Economic Review*. 2000;90(1):147–165. DOI: 10.1257/aer.90.1.147

15. Denk O., Gomes G. Financial re-regulation since the global crisis? An index-based assessment. OECD Economics Department Working Papers. 2017;(1396). DOI: 10.1787/0f865772-en
16. Abiad A., Mody A. Financial reform: What shakes it? What shapes it? *American Economic Review*. 2005;95(1):66–88. DOI: 10.1257/0002828053828699
17. Edey M., Hviding K. An assessment of financial reform in OECD countries. OECD Economics Department Working Papers. 1995;(154). DOI: 10.1787/515737261523
18. Saka O., Campos N.F., De Grauwe P., Ji Y., Martelli A. Financial crises and liberalization: Progress or reversals? IZA Discussion Papers. 2019;(12393). URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/202739/1/dp12393.pdf>
19. Heil M. Finance and productivity: A literature review. *Journal of Economic Surveys*. 2018;32(5):1355–1383. DOI: 10.1111/joes.12297
20. Krinichansky K.V., Sergi B.S. Financial development and economic growth in Russia. In: Sergi B.S., ed. Modeling economic growth in contemporary Russia. Bingley: Emerald Publishing Ltd; 2019:1–28. DOI: 10.1108/978-1-78973-265-820191001
21. Levine O., Warusawitharana M. Finance and productivity growth: Firm-level evidence. *Journal of Monetary Economics*. 2021;117:91–107. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2019.11.009
22. Andrews D., Criscuolo C., Gal P.N. The best versus the rest: The global productivity slowdown, divergence across firms and the role of public policy. OECD Productivity Working Papers. 2016;(5). DOI: 10.1787/63629cc9-en
23. Rousseau P., Wachtel P. What is happening to the impact of financial deepening on economic growth? *Economic Inquiry*. 2011;49(1):276–288. DOI: 10.1111/j.1465-7295.2009.00197.x  
Криничанский К.В., Фаткин А.В. Изучение «исчезающего эффекта» влияния финансового развития на экономический рост: от странового уровня к внутристрановому. *Прикладная эконометрика*. 2018;(3):33–57.
24. Krinichansky K., Fatkin A. Studying the “vanishing effect” of the impact of financial development on economic growth: From the cross-country to the subnational scale. *Prikladnaya ekonometrika = Applied Econometrics*. 2018;(3):33–57. (In Russ.).
25. Arcand J.L., Berkes E., Panizza U. Too much finance? *Journal of Economic Growth*. 2015;20(2):105–148. DOI: 10.1007/s10887-015-9115-2
26. Greenwood J., Jovanovic B. Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy*. 1990;98(5):1076–1107. DOI: 10.1086/261720
27. Brei M., Ferri G., Gambacorta L. Financial structure and income inequality. BIS Working Papers. 2018;(756). URL: <https://www.bis.org/publ/work756.pdf>
28. De Haan J., Pleninger R., Sturm J.-E. Does the impact of financial liberalization on income inequality depend on financial development? Some new evidence. *Applied Economics Letters*. 2018;25(5):313–316. DOI: 10.1080/13504851.2017.1319554
29. Hasan I., Horvath R., Mares J. Finance and wealth inequality. *Journal of International Money and Finance*. 2020;108:102161. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2020.102161
30. Dixit R., Ghosh M. Financial inclusion for inclusive growth of India — a study of Indian states. *International Journal of Business Management & Research (IJBMR)*. 2013;3(1):147–156. URL: <http://www.tjprc.org/publishpapers/2-32-1362664602-13.Financial.full.pdf>
31. Dhillon L.K., Mittal N. Inclusive growth and financial inclusion (issues and challenges). *American International Journal of Research in Humanities, Arts and Social Sciences*. 2016;14(2):145–150. URL: <http://iasir.net/AIJRHASSpapers/AIJRHASS 16-172.pdf>
32. Choi J.J., Laibson D., Madrian B.C. Why does the law of one price fail? An experiment on index mutual funds. *The Review of Financial Studies*. 2010;23(4):1405–1432. DOI: 10.1093/rfs/hhp097
33. Lusardi A., Michaud P.-C., Mitchell O.S. Optimal financial knowledge and wealth inequality. *Journal of Political Economy*. 2017;125(2):431–477. DOI: 10.1086/690950
34. Santos J.M.S. The economic and social value of financial literacy. In Research anthology on personal finance and improving financial literacy. Hershey, PA: IGI Global; 2021:416–436. DOI: 10.4018/978-1-7998-8049-3.ch023
35. Ouma S.A., Odongo T.M., Were M. Mobile financial services and financial inclusion: Is it a boon for savings mobilization? *Review of Development Finance*. 2017;7(1):29–35. DOI: 10.1016/j.rdf.2017.01.001
36. Кузнецов О.В., Иванов А.В., Воровский Н.В., Шевалкин И.С. Институционализация финансовой грамотности взрослого населения России. *Финансы: теория и практика*. 2020;24(1):34–45. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-34-45

- Kuznetsov O.V., Ivanov A.V., Vorovskii N.V., Shevalkin I.S. Institutionalization of financial literacy of the adult population of Russia. *Finance: Theory and Practice*. 2020;24(1):34–45. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–1–34–45
37. Рубцов Б.Б., ред. Рынок «зеленых» облигаций: мировой опыт и перспективы для России. М.: КноРус; 2020. 224 с.  
Rubtsov B.B., ed. The green bonds market: International experience and prospects for Russia. Moscow: KnoRus; 2020. 224 p. (In Russ.).
38. Рубцов Б.Б., Шайдурова А.А. «Зеленые» облигации — новый класс активов мирового рынка капиталов. *Финансы, деньги, инвестиции*. 2019;(3):9–15. DOI: 10.36992/2222–0917\_2019\_3\_9  
Rubtsov B.B., Shaidurova A. The green bond markets in Russia: Prospects of development. *Finansy, den'gi, investitsii = Finances, Money, Investments*. 2019;(3):9–15. (In Russ.). DOI: 10.36992/2222–0917\_2019\_3\_9
39. Семенова Н.Н., Еремина О.И., Скворцова М.А. «Зеленое» финансирование в России: современное состояние и перспективы развития. *Финансы: теория и практика*. 2020;24(2):39–49. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–2–39–49  
Semenova N.N., Eremina O.I., Skvortsova M.A. Green financing in Russia: Current status and development prospects. *Finance: Theory and Practice*. 2020;24(2):39–49. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–2–39–49
40. Мирошниченко О.С., Бранд Н.А. Банки в финансировании «зеленой» экономики: обзор современных исследований. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(2):76–95. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–2–76–95  
Miroshnichenko O.S., Brand N.A. Banks financing the green economy: A review of current research. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(2):76–95. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–2–76–95
41. Ahamer G. International financial institutions ask to contribute to climate protection. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(4):6–23. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–4–6–23

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



**Константин Владимирович Криничанский** — доктор экономических наук, профессор департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга, научный сотрудник НИЦ денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия

**Konstantin V. Krinichansky** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Financial Markets and Financial Engineering, Research Center for Monetary Relations, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-000-1225-7263>

[kkrin@fa.ru](mailto:kkrin@fa.ru)



**Борис Борисович Рубцов** — доктор экономических наук, профессор департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга, Финансовый университет, Москва, Россия; ведущий научный сотрудник Отдела международных рынков капитала, Институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова РАН, Москва, Россия

**Boris B. Rubtsov** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Financial Markets and Financial Engineering, Financial University, Moscow, Russia; Leading Researcher, Department of International Capital Markets, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-8945-605X>

*Автор для корреспонденции / Corresponding author*

[brubtsov@fa.ru](mailto:brubtsov@fa.ru)

*Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.*

*Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила в редакцию 28.02.2022; после рецензирования 14.03.2022; принята к публикации 27.04.2022.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was submitted on 28.02.2022; revised on 14.03.2022 and accepted for publication on 27.04.2022.*

*The authors read and approved the final version of the manuscript.*